

Juridiska institutionen  
Handelshögskolan vid Göteborgs Universitet  
Examensarbete på juristprogrammet, höstterminen 2017  
30 högskolepoäng

## **Aktieägarengagemang hos institutionella investerare**

En teoretisk analys av EU:s regler om policy för aktieägarengagemang

Joel Forsberg

Handledare: Erik Lidman



**GÖTEBORGS UNIVERSITET**  
**HANDELSHÖGSKOLAN**

## Innehållsförteckning

Förkortningar.....	4
1. Inledning .....	5
1.1 Bakgrund .....	5
1.2 Syfte och frågeställningar .....	6
1.3 Metod och material .....	6
1.4 Avgränsningar .....	10
2. Bakgrund.....	12
2.1 Disposition.....	12
2.2 Uppbyggnad av kapitalmarknaden .....	12
2.3 Bolagsstyrning .....	13
3. Vad avses med uttrycket aktieägarengagemang i direktivet? .....	14
3.1 Inledning.....	14
3.2 Bakgrund till varför EU vill se ökat aktieägarengagemang.....	14
3.3 Fokus på artikel 3g, policy för aktieägarengagemang .....	15
4. Isaksson och Çeliks kategorisering av institutionella investerare.....	19
4.1 Inledning och definition av institutionella investerare.....	19
4.2 Institutionella investerare enligt direktivet .....	20
4.3 Nivå av engagemang.....	20
4.3.1 Förklaring .....	20
4.3.2 Inget engagemang.....	21
4.3.3 Reaktivt engagemang .....	21
4.3.4 Alpha-engagemang.....	22
4.3.5 Inside-engagemang.....	23
4.4 Faktorer som påverkar aktieägarengagemang .....	23
4.4.1 Inledning.....	23
4.4.2 Syfte .....	24
4.4.3 Ansvarsförbindelsers profil och löptid .....	25
4.4.4 Investeringsstrategi.....	26
4.4.5 Portföljstruktur .....	26
4.4.6 Avgiftsstruktur.....	27
4.4.7 Politiska och sociala mål .....	28
4.4.8 Regelverk för aktieägarengagemang .....	28
4.5 Sammanfattning.....	29
5. Vilka typer av institutioner kan tänkas förändra sin nivå av aktieägarengagemang på grund av direktivets artikel 3g?.....	30

5.1	Inledning.....	30
5.2	Inget engagemang.....	30
5.2.1	Inledning.....	30
5.2.2	HFT-hedgefonder .....	30
5.2.3	Indexfonder .....	31
5.2.4	Sjunde AP-fonden .....	33
5.2.5	Sammanfattning.....	34
5.3	Reaktivt engagemang.....	34
5.3.1	Inledning.....	34
5.3.2	Första-Fjärde AP-fonderna.....	34
5.3.3	Privata pensionsfonder .....	37
5.3.4	Försäkringsbolag .....	39
5.3.5	Sammanfattning.....	40
5.4	Alpha-engagemang .....	40
5.4.1	Inledning.....	40
5.4.2	Private equity-fonder.....	40
5.4.3	Aktivisthedgefonder .....	42
5.4.4	Sammanfattning.....	44
5.5	Inside-engagemang .....	44
5.6	Sammanfattning .....	45
6.	Slutsats och avslutande reflektioner.....	47
	Källförteckning .....	51

## Förkortningar

ABL	Aktiebolagslag (2005:551).
AP-fond	Allmän pensionsfond, enligt lag (2000:192) om allmänna pensionsfonder och lag (2000:193) om Sjätte AP-fonden.
Direktivet	Europaparlamentets och rådets direktiv (EU) 2017/828 av den 17 maj 2017, om ändring av direktiv 2007/36/EG vad gäller uppmuntrande av aktieägares långsiktiga engagemang.
EU	Europeiska Unionen.
HFT	High Frequency Trading.
Koden	Svensk kod för bolagsstyrning.
LO	Landsorganisationen i Sverige.
OECD	Organisationen för ekonomiskt samarbete och utveckling.
Prop.	Regeringens propositioner.
SOU	Statens offentliga utredningar.
Takeover-regler	Takeover-regler för Nasdaq Stockholm och Nordic Growth Market NGM.
VD	Verkställande direktör.
Övriga investerare	Alla typer av subjekt som låter institutionella investerare förvalta deras kapital.

## **1. Inledning**

### **1.1 Bakgrund**

Inom bolagsstyrningsdisciplinen har aktieägarengagemang varit ett aktuellt ämne framförallt under senare tid.<sup>1</sup> Efter finanskrisen 2008 har EU utarbetat ett program för att nå en stabilare finansmarknad och aktieägarengagemang från institutionella investerare varit ett ständigt återkommande ämne.<sup>2</sup> De institutionella investerarna har fått mycket kritik för att inte ha deltagit i beslutsfattandet i sina portföljbolag. Att de institutionella investerarna inte har deltagit ska enligt kritikerna bland annat ha lett till stora incitament för bolagsledningarna i portföljbolagen att ta stora risker. Kritikerna påstår att de riskerna ska ha varit en av de bakomliggande orsakerna till att finanskrisen år 2008 fick så förödande konsekvenser som den faktiskt fick.

Det bristande engagemanget hos institutionella investerare är därför något som EU har satsat på att reglera. Genom EU:s direktiv 2017/828 ("direktivet") inför EU regler som ska uppmuntra till aktieägares långsiktiga engagemang. Medlemsstaterna har till den 20 juni 2019 på sig att implementera regler för att följa direktivet.

Direktivet innehåller bland mycket annat regler om att institutionella investerare och kapitalförvaltare (hädanefter benämnt enbart "institutionella investerare") ska utarbeta och redogöra en policy för sitt aktieägarengagemang. Policyn för aktieägarengagemang ska innehålla information om bland annat hur investerarna övervakar portföljbolagen med hänsyn sociala och miljömässiga aspekter och hur investerarna samarbetar med andra relevanta intressenter i portföljbolagen. Direktivet innehåller också regler om att institutionella investerare ska offentliggöra hur deras investeringsstrategi bland annat bidrar till tillgångarnas utveckling på lång och medellång sikt. För att reglerna ska passa in i bolagsstyrningsmiljön så är reglerna uppbyggda enligt en följ eller förklara-modell.<sup>3</sup> Frågan är då om reglerna teoretiskt kan leda till någon förändring, trots att institutionella investerare har möjligheten att välja att "förklara".

---

<sup>1</sup> Exempelvis Cheffins, s. 23f.

<sup>2</sup> Se exempelvis COM (2012) 740 final.

<sup>3</sup> Följ eller förklara-modellen i det aktuella fallet innebär att det är upp till de institutionella investerarna att avgöra ifall de vill följa reglerna eller förklara varför de valt att inte följa reglerna. Regler enligt följ eller förklara modellen är vanliga på bolagsstyrningsområdet. Bland annat så är det mest detaljerade regelverket på det svenska bolagsstyrningsområdet, svensk kod för bolagsstyrning, uppbyggd enligt en följ eller förklara-modell.

## 1.2 Syfte och frågeställningar

Mitt syfte med uppsatsen är att diskutera om EU:s regler om policy för aktieägarengagemang kan antas åstadkomma en förändring av aktieägarengagemanget hos institutionella investerare, ur ett teoretiskt perspektiv. Det teoretiska perspektivet innebär att jag undersöker om aktieägarengagemang, som direktivets artikel 3g beskriver det, ryms inom den ekonomiska incitamentsstruktur som de institutionella investerarna har. Diskussionen utgår alltså från ett teoretiskt perspektiv där direktivets artikel 3g ställs mot de institutionella investerarnas ekonomiska incitamentsstrukturer. För att utreda syftet analyserar jag vad EU åsyftar med aktieägarengagemang i direktivet. Därefter diskuterar jag vilka typer av institutionella investerare som kan tänkas påverkas av direktivets uppmuntran till aktieägarengagemang.

Frågeställningarna som aktualiseras i uppsatsen blir därför följande:

- (i) Vad avses med uttrycket aktieägarengagemang i direktivet?
- (ii) Vilka typer av institutioner kan tänkas förändra sin nivå av aktieägarengagemang på grund av direktivets artikel 3g?

## 1.3 Metod och material

Uppsatsens diskussion kring aktieägarengagemang berör såväl juridik som ekonomi. Vad jag genomför en typ av ekonomisk analys av en juridisk rättsregel. Det är ett område som i sig inte behöver försvaras.<sup>4</sup> Vad som dock blir ett problem när man skriver en juridisk uppsats med inriktningen är valet av material. Eftersom det är en ekonomisk analys av en rättsregel fungerar det inte att använda sig av en rättsdogmatisk metod med lagar, förarbeten praxis och doktrin.<sup>5</sup> Den litteratur som jag använder mig av i uppsatsen är till stor del ekonomisk litteratur och har inte ett värde som rättskälla på det sättet som doktrin har. Jag kan därför inte rättfärdiga mitt val av litteratur med att benämna litteraturen som doktrin. Istället har jag behövt ta andra vägar för att försöka rättfärdiga mitt val av litteratur och på så sätt ge min uppsats den tyngd som den behöver. Urvalet blir inte enklare med tanke på det närmast outtömliga utbudet av litteratur som finns på området aktieägarengagemang och bolagsstyrning. Även om jag kan påvisa viss

---

<sup>4</sup> Paces 2007, s. 24f.

<sup>5</sup> Sandgren, s. 40.

tyngd och trovärdighet i det material och den metod jag har använt mig av så kvarstår det faktum att analysen och diskussionen är ett utfall av min läsning och just det material jag har använt. Att belysa sitt tillvägagångssätt är ett sätt att vara öppen och försäkra läsaren om att mitt arbete genomförts på ett trovärdigt sätt.<sup>6</sup>

För att genomföra mitt urval på detta outtömbara område har jag inspirerats av Hult<sup>7</sup> och även Pawson.<sup>8</sup> Pawsons inställning till kunskap är att kunskap går inte att bevisa och garantera med 100 procent säkerhet oavsett hur mycket bevis man använder sig av.<sup>9</sup> Jag har tagit till mig Pawsons inställning och det har inneburit att jag har behövt hitta en metod för att ha kunskap som är underbyggd i tillräcklig grad, och när jag har nått tillräcklig ”grad”. För min metod att sälla litteraturen på området har jag inspirerats av Hult. Hult har förklarat hur han har gått tillväga för att kunna finna betydelsen av förtroendebegreppet.<sup>10</sup> Väldigt förenklat kan metoden beskrivas som att Hult till att börja med sökte brett om material som berörde förtroendebegreppet för att finna gemensamma nämnare. Efter ett tag bildar de gemensamma nämnare från olika material en grund för vad förtroende innebär. Som faktorer för att begränsa den fortsatta sökningen av material använder Hult marginalnyttan och tidsfaktorn. När mer sökande av material inte bidrar nämnvärt till förståelsen är materialet inte värt att gå igenom mer. Detsamma gäller när tiden för det fortsatta arbetet inte räcker till för mer sökande av material.

Min metod för att söka material liknar det som Hult beskriver.<sup>11</sup> Jag påbörjade mitt sökande brett på området rörande framförallt aktieägarengagemang. Jag började söka material bland vad man skulle kunna kalla för ”standardverk” på området.<sup>12</sup> Jag sökte brett på material tills jag fick en förståelse för hur diskussioner har förts och för hur olika subjekt ställer sig till aktieägarengagemang. När jag fått en grundläggande förståelse har framförallt tidsaspekten, men även marginalnyttan, fått avgränsa mitt sökande. Genom att ha använt metoden och sökt så pass brett är jag trygg med att det material jag har

---

<sup>6</sup> Silverman, s. 258.

<sup>7</sup> Hult, Lagstiftnings ändamålsenlighet.

<sup>8</sup> Pawson, The Science of Evaluation.

<sup>9</sup> Pawson, s. 8ff.

<sup>10</sup> Hult, s. 99f.

<sup>11</sup> Om än i en mycket mindre skala, vilket dels har att göra med tidsaspekten.

<sup>12</sup> Exempelvis Coffe, Liquidity versus Control, Berle, Means, The Modern Corporation & Private Property, och Jensen, Meckling, Theory of the Firm.

använt mig av är något som flera på området kan ställa sig bakom och inte något som är godtyckligt.

Även om mitt val av litteratur inte är godtyckligt så får det urval jag har gjort av källor en stor betydelse. Precis så som Hult beskriver det ”val av material påverkar vilken analys som är möjlig samtidigt som valet av analytiskt perspektiv påverkar vilket material som väljs”.<sup>13</sup> Jag kommer därför kort att beskriva den källa som har störst betydelse för uppsatsens arbete och hur jag har använt mig av den källan. Genom att beskriva källan och användningen sätter det ramen för hur stora slutsatser man kan dra av min diskussion.

Även om mitt urval inte har styrts av några specifika kriterier så har jag som sagt hamnat i det läget att en viss källa har fått större betydelse för uppsatsen än andra. Den källa som jag har använt mig mest av och som har lagt grunden till stora delar av uppsatsen är Isaksson och Çeliks OECD-rapport ”Institutional investors and ownership engagement”.<sup>14</sup> Jag har utgått från rapporten av framförallt tre skäl. Det första skälet är att rapporten innehåller bland annat ren fakta och statistik rörande institutionella investerare. Statistiken är väl underbyggd då den är inhämtad av OECD som har ett stort underlag av källor för inhämtningen av statistiken.<sup>15</sup> Även om jag inte gör något kvantitativ eller empirisk undersökning så har statistiken betydelse.<sup>16</sup> Statistiken utgör en bra grund för att förstå uppbyggnaden av marknaden för institutionella investerare och förekomsten av olika typer av institutionella investerare.

Det andra skälet är att Isaksson och Çelik presenterar en teori med faktorer som påverkar nivån för aktieägarengagemang. Teorin har varit möjlig att använda som verktyg för att diskutera hur institutionella investerares aktieägarengagemang kan tänkas påverkas av direktivets artikel 3g. En anledning till att teorin är möjlig att använda som verktyg för analysen är för att Isaksson och Çelik skrev artikeln ur ett regelgivningsperspektiv.<sup>17</sup> De faktorer Isaksson och Çelik presenterar är därför väl lämpade för en diskussion kring en rättslig regel. Med Isaksson och Çeliks rapport som utgångspunkt har jag sedan valt att

---

<sup>13</sup> Hult, s. 98.

<sup>14</sup> Isaksson, Mats, Çelik, Serdar, Institutional investors and ownership engagement, OECD Journal: Financial Market Trends, Volume 2013/2, 2014, s. 93-114.

<sup>15</sup> <http://www.oecd.org/about/whatwedoandhow/>.

<sup>16</sup> För mer information om kvantitativ analys se exempelvis Balnaves, Caputi, Introduction to Quantitative Research Methods.

<sup>17</sup> Isaksson, Çelik, s. 95.



använda mig av ”standardverk” på området och andra ekonomiska teorier. De teorierna och synen på olika institutionella investerare har jag använt tillsammans med OECD-rapportens teori med faktorer som påverkar nivån för aktieägarengagemang för att analysera direktivets artikel 3g:s eventuella påverkan.

Det tredje skälet till att jag använder och utgår från Isaksson och Çeliks rapport är att de genomför en kategorisering av institutionella investerare. Kategoriseringen underlättar för diskussionen av direktivets eventuella effekt på institutionella investerare. Genom att kategorisera så minskas antalet subjekt som behöver analyseras och resultatet av en analys kan bli mer lätthanterbart.

Angående de ekonomiska litteraturkällor jag använder mig av så är det värt att återigen poängtera att källorna i sig inte är någon juridisk sanning. Vad jag använder mig av är författarnas teorier av hur den ekonomiska verkligheten fungerar för att analysera den rättsregel jag använder mig av. Det är inget främmande i sig för juridiken, för att få ut så mycket som möjligt av juridik krävs det ofta inhämtande av fakta utanför juridiken själv.<sup>18</sup>

För att genomföra själva analysen av vilken effekt direktivets artikel 3g kan tänkas få använder jag mig av en typ av kvalitativ analys.<sup>19</sup> En viktig aspekt med att jag har valt att genomföra en kvalitativ analys är att min analys inte är kvantitativ. Anledningen till att jag inte gör en kvantitativ analys har framförallt två orsaker. För det första så har direktivet inte trätt i kraft än. För att göra en betydelsefull kvalitativ analys av direktivets artikel 3g:s påverkan på institutionella investerare skulle det krävas mätningar såväl före som efter direktivet trätt i kraft. För det andra finns det en stor mängd institutionella investerare. För att kunna genomföra en sådan kvantitativ analys som jag talar om skulle det ändå krävas att göra ett kvalitativt urval av institutionella investerare för analysen.

Istället har min metod varit en typ av kvalitativ analys. Min teoretiska ram är att jag har undersökt huruvida direktivets artikel 3g, och dess uppmuntran till aktieägarengagemang, kan tänkas rymmas inom den affärs- och incitamentsstruktur som de olika institutionella investerarna har. Vilket i sin tur skulle kunna leda till en förändring av nivån på aktieägarengagemang. Genom den teoretiska ramen har jag skapat ett arbete

---

<sup>18</sup> En bra förklaring till betydelsen av ekonomisk analys av juridik finns i Cooter, Ulen, s. 1ff.

<sup>19</sup> Silverman, Doing Qualitative Analysis.

som passar sig väl för en kvalitativ analys. Mitt tillvägagångssätt i analysen och diskussionen har varit följande. Som utgångspunkt har jag använt mig av Isaksson och Çeliks kategorisering av institutionella investerare efter nivå av aktieägarengagemang för att få ett lätthanterligt antal subjekt att arbeta med. Jag har sedan tagit tillvara på de faktorer som Isaksson och Çelik påstår påverkar nivån av aktieägarengagemang. Jag har diskuterat hur de faktorerna ser ut för tillfället och hur de faktorerna kan tänkas att förändras när direktivets artikel 3g träder i kraft. För att diskutera hur olika institutionella investerares incitamentsstrukturer och affärsmodeller ser ut för tillfället hos de institutionella investerarna och hur de kan tänkas förändras har jag använt mig av olika ekonomiska teorier. Hela diskussionen och analysen leder sedan fram till ett resultat över huruvida det teoretiskt kan tänkas att institutionella investerare påverkas av direktivets artikel 3g.

Utöver den metod och det material som jag har nämnt ovan har jag även använt mig av juridiska rättsregler på de områden där det blir aktuellt. Det rör sig om lagregler, EU-regler samt ”soft-law”.<sup>20</sup>

#### **1.4 Avgränsningar**

I uppsatsen använder jag mig av Isaksson och Çeliks definition av institutionella investerare. Anledningen till att jag använder Isaksson och Çeliks istället för exempelvis direktivets definition, är att Isaksson och Çeliks definition av institutionella investerare är vidare än vad direktivets definition är. Genom att använda den breda definitionen så inkluderas alla typer av institutionella investerare som är av intresse för uppsatsen. De regler som jag berör i uppsatsen gäller för både institutionella investerare och för kapitalförvaltare, enligt direktivets definition. Så när jag talar om institutionella investerare i uppsatsen så avser jag Isaksson och Çeliks definition, som alltså omfattar såväl institutionella investerare som kapitalförvaltare enligt direktivets definitioner.

Jag analyserar enbart hur *direktivets* uppmuntran till ökat aktieägarengagemang kommer att påverka institutionella investerare. Av den anledningen kommer inget fokus läggas på andra regler på området. I de fall jag nämner andra regler på området, sker det för att få en bättre förståelse av kontexten vi befinner oss i. På samma sätt så är det viktigt

---

<sup>20</sup> För närmre kunskap om just ”soft-law” se exempelvis, Baxter, Richard, International Law in ”Her Infinite Variety”. International and Comparative Law Quarterly, 29.4, 1980, s. 549-566.

att komma ihåg att det enbart är direktivets definition av aktieägarengagemang som är av relevans i uppsatsen. EU har stora mängder av akter om aktieägarengagemang, men det är enbart direktivet som får betydelse i diskussionen.

De bolag som institutionella investerare ska vara engagerade ägare i är framförallt aktiebolag vars aktier är upptagna till handel på en reglerad marknad, så kallade noterade bolag. När jag använder bolag eller aktiebolag i uppsatsen syftar jag därför på noterade bolag, om jag inte nämner något annat. De bolagsstyrningsregler jag presenterar rör därför inte andra aktiebolag än noterade bolag.

Jag berör enbart direktivets eventuella effekt ur ett svenskt perspektiv. Eftersom reglerna finns i ett EU-direktiv så gäller reglerna för samtliga EU-länder. Av såväl utrymmes- som intresseskäl fokuserar jag dock enbart på reglernas effekt i den svenska miljön.

För att diskutera effekterna av direktivet kategoriserar jag typerna av institutionella investerare. Kategoriseringen är en förenkling för att diskussionen ska kunna nå ett greppbart resultat. Det innebär att vissa typer av institutionella investerare inte får utrymme i uppsatsen och som hade kunnat tänkas påverkas på något annat sätt. Kategoriseringen innehåller dock båda ytterligheterna av aktieägarengagemang hos institutionella investerare, ”inget” och ”inside-engagemang” och omfattar de vanligaste typerna av institutionella investerare. Uppsatsens diskussion blir därför relevant om än inte heltäckande.

## **2. Bakgrund**

### **2.1 Disposition**

För att läsaren ska förstå diskussionen som förs i uppsatsen krävs en viss förståelse av det juridiska fältet som uppsatsen befinner sig i. Eftersom uppsatsen tar sikte på agerandet hos institutionella investerare så är det fördelaktigt att förstå sig på rollen som de institutionella investerarna har. Det handlar om rollen som de institutionella investerarna har på kapitalmarknaden. I följande avsnitt kommer jag kort att beröra detta.

För att förstå diskussionen om aktieägarengagemang krävs det även viss förståelse för regler och teorier för hur ett bolag ska styras. Jag kommer kort att beskriva bolagsstyrningens område i avsnitt 2.3.

### **2.2 Uppbyggnad av kapitalmarknaden**

Aktie- och kapitalmarknaden kan sägas ha som främsta syfte att allokera kapital.<sup>21</sup> De intressenter som behöver kapital matchas på marknaden mot aktörer som har kapital som de vill investera eller placera. De som behöver kapital benämner jag som portföljbolag och som utgångspunkt så kallar jag de aktörer som vill investera för övriga investerare. Genom aktie- och kapitalmarknaden matchas dessa aktörer med varandra på ett effektivt sätt och underlättar processen för de inblandade parterna. Ett annat syfte med aktie- och kapitalmarknaden är samla information om de olika aktörerna på ett och samma ställe.<sup>22</sup> Att den informationen blir mer lättillgänglig är del av att underlätta processen för aktörerna på marknaden.

Även om dessa delar finns för att underlätta investeringsprocessen så är övriga investerare inte alltid de bäst lämpade för att sköta investeringar. Det finns stora mängder information och det krävs en stor tidsåtgång för att sätta sig in i allt material. På marknaden så finns det också professionella aktörer som arbetar med att förvalta kapital. De professionella investerarna har attraherat kapital från en större skara övriga investerare och blivit av stor betydelse på marknaden. Den typen av professionella aktörer är vad som i uppsatsen benämns som institutionella investerare. De institutionella investerarna sitter dock på stort kapital även av andra anledningar än enbart det faktum att de är bättre

---

<sup>21</sup> Fama, s. 383.

<sup>22</sup> SOU 2006:50, s 140f.

lämpade att sköta investeringar. Stora delar av kapitalet hos de institutionella investerarna härstammar från kollektivt pensionssparande och försäkringar.<sup>23</sup> På aktiemarknaden idag så är institutionella investerare den största typen av aktieägare. Övriga investerare äger till exempel enbart tolv procent av det totala aktievärdet på svenska marknadsplatser.<sup>24</sup>

### **2.3 Bolagsstyrning**

Bolagsstyrning handlar om idén om hur ett bolag ska ägas och styras.<sup>25</sup> Bolagsstyrning rör de regler och teorier som syftar till att bolagsorganen ska fungera så smidigt som möjligt tillsammans och minska risken för att underordnade bolagsorgan inte handlar i det överordnades intresse.<sup>26</sup> Svensk bolagsstyrning är uppbyggd enligt ett tydligt hierarkiskt system.<sup>27</sup> Varje överordnat bolagsorgan har i princip full beslutanderätt över de underordnade.<sup>28</sup> I hierarkisk ordning är de svenska bolagsorganen, bolagsstämma (aktieägarna), styrelsen och verkställande direktör. I svensk rätt brukar man nämna ett fjärde bolagsorgan, som befinner sig utanför beslutshierarkin, revisorn.<sup>29</sup> I slutändan så är syftet med ett bolag att skapa vinst åt aktieägarna.<sup>30</sup>

Disciplinen bolagsstyrning berör inte enbart juridik utan även till stora delar ekonomisk teori.<sup>31</sup> Källorna för bolagsstyrning finns därför i såväl de klassiska juridiska rättskällorna som i ekonomisk litteratur. Det innebär att den svenska bolagsstyrningen inte kan beskrivas ur ett renodlat juridiskt perspektiv utan man behöver också vara medveten om att det kan finnas skilda beskrivningar av optimal bolagsstyrning. De mest detaljerade reglerna för svensk bolagsstyrning finns i ”Svensk kod för bolagsstyrning”.

---

<sup>23</sup> Isaksson, Çelik, s. 98.

<sup>24</sup> SCB, Aktieäggande i bolag noterade på svensk marknadsplats, juni 2017, s. 3.

<sup>25</sup> Gilson, s. 11.

<sup>26</sup> Kraakman, avsnitt 1.1.

<sup>27</sup> För en belysning av svensk och nordisk bolagsstyrning i förhållande till andra länder, se Lekvall (ed.), Per, *The Nordic Corporate Governance Model*, SNS Förlag, Stockholm, 2014.

<sup>28</sup> Sandström, s. 182.

<sup>29</sup> Svensk kod för bolagsstyrning, avsnitt II.

<sup>30</sup> Aktiebolagslag 3 kap 3 § och Skog, Vinstsyfte i aktiebolag.

<sup>31</sup> Gilson, s. 3.

### **3. Vad avses med uttrycket aktieägarengagemang i direktivet?**

#### **3.1 Inledning**

I det kommande avsnittet analyserar jag och konkretiserar vad som avses med uttrycket aktieägarengagemang i direktivet. Anledningen till att jag bedömer att jag måste konkretisera aktieägarengagemang är för att det inte finns någon klar juridisk definition för vad aktieägarengagemang innebär. Genom att konkretisera aktieägarengagemang så möjliggör jag att föra en teoretisk diskussion rörande om direktivets uppmuntran till aktieägarengagemang, genom direktivets artikel 3g, kan tänkas få någon effekt på de institutionella investerarna.

#### **3.2 Bakgrund till varför EU vill se ökat aktieägarengagemang**

Efter finanskrisen 2008 startade EU ett större projekt för att se över hur finanskrisen inte skulle upprepas.<sup>32</sup> I en grönbok från 2010 tog kommissionen upp flertalet problem bakom finanskrisen som EU skulle arbeta vidare med.<sup>33</sup> Det var problem som rörde bland annat bolagsstyrning i finansiella institutioner. Ett av problemen som kommissionen identifierade var aktieägarnas brist på engagemang i bolagen.<sup>34</sup> Det kommissionen menar med engagemang i bolagen är att ”aktivt övervaka bolaget, engagera sig i dialog med styrelsen och använda sig av aktieägarrättigheter”.<sup>35</sup> Alla de delar som omfattas av aktieägarengagemang hade i olika grad inte uppfyllts av framförallt institutionella investerare. Det problemet och de andra problemen som kommissionen tog upp är i stora delar sådant som det aktuella direktivet syftar till att reglera, så som offentliggörande av investeringsstrategi och uppmuntra till mer samarbete mellan aktieägarna.<sup>36</sup>

Kommissionen har framförallt framfört att aktieägarna ofta misslyckats med att identifiera svagheter i styrelser. Dessutom påstod kommissionen att ersättningen till bolagsledningen i många fall innehöll initiativ för stort risktagande och vinster på kort

---

<sup>32</sup> COM(2009) 114 final.

<sup>33</sup> COM(2010) 284 final.

<sup>34</sup> COM(2010) 284 final, s 16.

<sup>35</sup> COM(2011) 164 final, s 11.

<sup>36</sup> COM(2010) 284 final, s 16.

sikt i bolagen.<sup>37</sup> Genom bland annat dessa punkter ansåg kommissionen att aktieägarna hade misslyckats med att bidra till en förbättrad bolagsstyrning i bolagen.<sup>38</sup>

Det finns flera anledningar till att EU har valt att reglera beteendet hos aktieägare som är just institutionella investerare. En anledning är hur banker med stor andel institutionella investerare sköttes inför finanskrisen. Enligt Kommissionen tog banker med stor andel institutionella ägare generellt sett större risker ekonomiska risker än banker med lägre andel institutionella investerare och led därför större förluster.<sup>39</sup> En annan anledning är att det ger större effekt att försöka påverka institutionella investerare än övriga investerare. Övriga investerare äger som nämnt enbart tolv procent av aktierna på svenska marknadsplatser.<sup>40</sup>

### 3.3 Fokus på artikel 3g, policy för aktieägarengagemang

Som jag har lagt fram i bakgrunden ovan så har EU gett uttryck för ett önskat aktieägarengagemang i såväl rättsakter som arbetsdokument. Syftet med uppsatsen är däremot enbart att undersöka det aktieägarengagemang som nämns i direktivet och hur det kan tänkas påverka institutionella investerare. Det innebär att vad EU har nämnt i diverse dokument inte kommer att ha direkt betydelse för uppsatsens syfte utan enbart återges för att skapa en bättre förståelse.

EU har i direktivet lagt fram flera olika rättsregler som alla enligt min bedömning ger uttryck för vad EU anser vara en del av aktieägarengagemang.<sup>41</sup> Anledningen till att jag bedömer att reglerna ger uttryck för vad EU anser vara en del av aktieägarengagemang är för att de reglerna motsvarar vad EU har diskuterat angående aktieägarengagemang i andra dokument.<sup>42</sup> I min analys kommer jag dock att ta utgångspunkt i artikel 3g i direktivet, *regler om policy för aktieägarengagemang*. Nedan återges artikeln:

---

<sup>37</sup> COM(2012) 740 final, s. 3.

<sup>38</sup> COM(2010) 284 final, s. 10f.

<sup>39</sup> SEC(2010) 669, s. 24.

<sup>40</sup> SCB, Aktieäggande i bolag noterade på svensk marknadsplats, juni 2017, s. 3.

<sup>41</sup> Se exempelvis, COM(2012) 740 final s. 15, där Kommissionen argumenterar för att de nya reglerna ska syfta till bland annat ökat aktieägarengagemang.

<sup>42</sup> Se exempelvis, COM(2012) 740 final s. 4.

## **Policy för aktieägarengagemang**

1. Medlemsstaterna ska se till att institutionella investerare och kapitalförvaltare antingen följer de krav som anges i leden a och b eller offentligt redovisar en tydlig och motiverad förklaring om varför de har valt att inte följa ett eller flera av dessa krav.

a) Institutionella investerare och kapitalförvaltare ska utarbeta och offentligt redovisa en policy för aktieägarengagemang som beskriver hur de integrerar aktieägarengagemang i sin investeringsstrategi. Policyn ska beskriva hur de övervakar investeringsobjekt i relevanta frågor, bland annat strategi, finansiella och icke-finansiella resultat och risker, kapitalstruktur, social och miljömässig påverkan samt bolagsstyrning, för dialoger med investeringsobjekten, utövar rösträtter och andra rättigheter knutna till aktier, samarbetar med andra aktieägare, kommunicerar med relevanta intressenter i investeringsobjekten och hanterar faktiska och potentiella intressekonflikter i samband med sitt engagemang.

b) Institutionella investerare och kapitalförvaltare ska en gång per år offentligt redovisa hur denna policy för aktieägarengagemang har genomförts, med en allmän beskrivning av röstningsbeteende, en förklaring av de viktigaste omröstningarna och deras användning av röstningsrådgivares tjänster. De ska offentligt redovisa hur de har röstat under bolagsstämmor i bolag som de innehar aktier i. Denna redovisning får utelämna omröstningar som är oviktiga på grund av ämnet för omröstningen eller storleken på innehavet i bolaget.

2. Den information som avses i punkt 1 ska kostnadsfritt vara tillgänglig på den institutionella investerarens eller kapitalförvaltarens webbplats. Medlemsstaterna får kräva att informationen ska offentliggöras kostnadsfritt på andra lättillgängliga sätt på internet.

När en kapitalförvaltare genomför policyn för aktieägarengagemang, även vad gäller omröstningar, för en institutionell investerares räkning ska den institutionella investeraren ange var kapitalförvaltaren har offentliggjort informationen om omröstningarna.

3. Regler om intressekonflikter tillämpliga på institutionella investerare och kapitalförvaltare, inbegripet artikel 14 i direktiv 2011/61/EU, artikel 12.1 b och artikel 14.1 d i direktiv 2009/65/EG och de berörda genomförandebestämmelserna samt artikel 23 i direktiv 2014/65/EU, ska vara tillämpliga också i fråga om aktieägarengagemang.



De delar som kommissionen beskrev som aktieägarengagemang, dvs aktivt övervaka bolaget, engagera sig i dialog med styrelsen och använda sig av aktieägarrättigheter, är alla delar av vad som ska beskrivas i policyn.<sup>43</sup> Regeln utvecklar dock de tre delarna och specificerar vad de innebär. Till exempel ger regeln uttryck för vilka aspekter som Kommissionen anser vara delar av den nödvändiga övervakningen av bolagen. Artikel 3g anger också att de institutionella investerarna en gång per år offentligt ska redovisa för hur de har följt policyn. Även om artikeln är uppställd enligt ”följ eller förklara-modellen” ger den uttryck för hur EU anser att en institutionell investerare ska agera som aktieägare.

Det finns flera anledningar till att jag väljer just artikel 3g som utgångspunkt. Artikel 3g är inte till för alla typer av aktieägare utan enbart till för institutionella investerare. Eftersom mitt syfte är att undersöka aktieägarengagemang för institutionella investerare är det praktiskt att inte behöva avgränsa bort några typer av aktieägare som egentligen också skulle kunna påverkas av regeln. Artikel 3g tar dessutom enbart sikte på en nivå av subjekt utöver bolaget, till skillnad från flera andra artiklar. Till exempel så tar artiklarna 3h och 3i sikte på relationen mellan institutionella investerare (enligt direktivets definition) och kapitalförvaltare. Både den institutionella investeraren och kapitalförvaltaren befinner sig även i relation till bolaget. Genom att 3g enbart har ett subjekt i förhållande till bolaget blir analysen tydligare än om flera subjekt hade varit inblandade.

Den främsta anledningen till att jag fokuserar min analys på artikel 3g är dock artikelns omfattning. Enligt min uppfattning ger artikel 3g uttryck för EU:s syn på vad aktieägarengagemang innebär. Anledningen till att jag bedömer det så är för att de delar som de institutionella investerarna ska ta upp i sin policy för aktieägarengagemang motsvarar de delar som EU beskriver som aktieägarengagemang i sina arbetsdokument.<sup>44</sup> Genom att analysera artikeln så analyserar jag alltså en ”helhetssyn” på aktieägarengagemang. De principiella grunderna för exempelvis artikel 9a, rätten att rösta om ersättningspolicyn, är att aktieägarna ska utöva större kontroll över bolagen och de principiella grunderna analyserar jag genom artikel 3g.<sup>45</sup> Detsamma gäller angående

---

<sup>43</sup> Se avsnitt 3.1.

<sup>44</sup> Se avsnitt 3.1.

<sup>45</sup> Se preambeln punkt 28 och 29 till direktiv 2017/828.

artikel 3c, att aktieägare ska ges möjlighet att utöva sina aktieägarrättigheter. Syftet med artikel 3c är att få aktieägare att bli mer engagerade aktieägare. Att aktieägare ska bli mer engagerade ägare och utnyttja sina aktieägarrättigheter omfattas även av artikel 3g.

På grund av det ovan nämnda tar min analys av hur institutionella investerare påverkas av direktivets uppmuntran till aktieägarengagemang utgångspunkt i direktivets artikel 3g om regler om policy för aktieägarengagemang.

## **4. Isaksson och Çeliks kategorisering av institutionella investerare**

### **4.1 Inledning och definition av institutionella investerare**

För att min diskussion rörande hur institutionella investerare teoretiskt kan tänkas påverkas av direktivets artikel 3g så behövs även en precisering och klassificering av institutionella investerare. Isaksson och Çelik har analyserat institutionella investerare i en OECD-rapport från 2014.<sup>46</sup> Förenklat beskrivs en institutionell investerare som en juridisk person som oftast samlar kapital från andra för att investera kapitalet.<sup>47</sup> De konstaterar att institutionella investerare inte är en homogen grupp utan består av flertalet olika typer av investerare.<sup>48</sup> Artikelförfattarna försöker dock att hitta några gemensamma nämnare som gör att man kan kalla dem för institutionella investerare.<sup>49</sup>

En gemensam nämnare är att institutionella investerare är juridiska personer och inte fysiska.<sup>50</sup> En privatperson som själv investerar direkt i företag klassas därför inte som en institutionell investerare. På samma spår kan man för att generalisera säga att institutionella investerare i de flesta fall är en intermediär investerare.<sup>51</sup> Det innebär i de fallen att de institutionella investerarna inte investerar sina egna pengar. Förenklat kan man säga att en institutionell investerare är ett bolag som samlar ihop kapital för att investera kapitalet och få kapitalet att växa.

Det finns dock även institutionella investerare som inte samlar ihop kapital, som istället använder eget kapital i investeringarna. Vad är det för egenskap som gör att de anses som institutionella investerare i de fallen? Det finns inget givet svar på den frågan. Som jag uppfattar det enligt artikelförfattarna bör det faktum att en juridisk person har en affärsidé som primärt bygger på att investera kapital i olika portföljbolag, vara en indikation på att det rör sig om en institutionell investerare.<sup>52</sup> En sådan definition leder

---

<sup>46</sup> Isaksson, Çelik, Institutional Investors and ownership engagement, OECD Journal: Financial Market Trends.

<sup>47</sup> Isaksson, Çelik, s. 96.

<sup>48</sup> Isaksson, Çelik, s. 96.

<sup>49</sup> Isaksson, Çelik, s. 96.

<sup>50</sup> Isaksson, Çelik, s. 96.

<sup>51</sup> Isaksson, Çelik, s. 96.

<sup>52</sup> Isaksson och Çelik nämner det inte uttryckligen men i deras beskrivningar och exempel så tycker jag mig finna den distinktionen som en röd tråd.

till att många juridiska personer kan klassas som institutionella investerare. Jag kommer dock att använda mig av den vida formuleringen av institutionell investerare. Detta för att inte avgränsa bort vissa typer av investerare som kan vara relevanta för diskussionen.

## **4.2 Institutionella investerare enligt direktivet**

Direktivet gör en skillnad mellan institutionella investerare och kapitalförvaltare. Enligt direktivets definition så är en institutionell investerare ett företag som erbjuder livförsäkringar eller ett tjänstepensionsinstitut.<sup>53</sup> En kapitalförvaltare däremot kan vara flertalet olika typer av företag, ett värdepappersföretag, förvaltare av alternativa investeringsfonder, förvaltningsbolag eller investeringsbolag.<sup>54</sup> En förenklad sammanfattning av vad kapitalförvaltare anses vara är subjekt var syfte är att investera i aktier och andra finansiella tillgångar och genomföra investeringarna för att få någon annans kapital att växa. Sådana kapitalförvaltare som enbart investerar eget eller koncerninternt kapital omfattas inte av direktivets definition. Definitionerna av institutionella investerare och kapitalförvaltare härrör från tidigare EU-rättsakter. Det kan därför antas att de tidigare rättsakterna var styrande vid valet av namn för subjekten, för att behålla enlighet inom EU.

Institutionella investerare och kapitalförvaltare kan alltså vara många olika subjekt enligt direktivet. De båda typerna omfattas av regeln rörande investeringspolicy i artikel 3g i direktivet. Både institutionella investerare och kapitalförvaltare, i direktivets mening, är dock sådana subjekt som Isaksson och Çelik anser vara institutionella investerare.<sup>55</sup> I den här uppsatsen ser jag direktivets ”institutionella investerare” och ”kapitalförvaltare” som två olika typer av institutionella investerare.

## **4.3 Nivå av engagemang**

### **4.3.1 Förklaring**

Isaksson och Çelik definierar fyra olika nivåer av hur engagerade institutionella investerare är som aktieägare. Den typ av engagemang jag talar om är då delaktighet i bolagsstyrningen hos portföljbolagen. Varje typ av institutionell investerare passar inte

---

<sup>53</sup> Direktiv 2017/828 art. 2, b, e.

<sup>54</sup> Direktiv 2017/828 art. 2, b, f.

<sup>55</sup> Isaksson, Çelik, s. 96.

bara in i en enskild nivå av engagemang utan nivån kan variera mellan de olika institutionella investerarna. Jag använder mig av de fyra nivåerna i min analys av vilka institutionella investerare som påverkas av artikel 3g i direktivet. Att använda systemet med nivåer förenklar och förkortar analysen av direktivets påverkan på institutionella investerare. I annat fall skulle det krävas en analys av varje undertyp av institutionell investerare för sig. Det finns ingen annan typ av klassificering av institutionella investerare där alla inom en klass har en enhetlig nivå av aktieägarengagemang. En analys av hur ett direktiv påverkar exempelvis hedgefonder skulle därför inte ge något tydligt svar.

#### 4.3.2 Inget engagemang

Den lägsta nivån av engagemang hos institutionella investerare är inget engagemang. Det är, som det låter, institutionella investerare som inte överhuvudtaget engagerar sig i portföljbolaget. De institutionella investerarna utför inte någon av de delar som EU uppmuntrar aktieägare att genomföra via direktivet, till exempel så övervakar de institutionella investerarna inte portföljbolagen och röstar inte på bolagsstämman.<sup>56</sup> Det finns flera exempel på institutionella investerare som är på nivån ”inget engagemang”. Ett exempel är Sjunde AP-fonden, som är en statlig pensionsfond som enligt lag inte får rösta för sina aktier.<sup>57</sup> Även indexfonder och high frequency trading (HFT)-hedgefonder kan vara på nivån ”inget engagemang”.<sup>58</sup>

#### 4.3.3 Reaktivt engagemang

Reaktivt engagemang innebär att de institutionella investerarna inte aktivt engagerar sig och tar egna initiativ i portföljbolagen.<sup>59</sup> De institutionella investerarna röstar för sina aktier på stämman men deltar inte i dialog med styrelse eller andra intressenter i portföljbolagen. Röstningen sker oftast genom förutbestämda policyer eller med hjälp av röstningsrådgivare. Det innebär att de institutionella investerarna enbart utför några av de delar som EU uppmuntrat aktieägare att göra genom direktivet. Övervakningen av bolaget

---

<sup>56</sup> Isaksson, Çelik, s. 109.

<sup>57</sup> Se avsnitt 4.4.8.

<sup>58</sup> Isaksson, Çelik, s. 109ff.

<sup>59</sup> Isaksson, Çelik, s. 109.

sker antagligen på en lägre nivå eftersom de institutionella investerarna inte själva vill förändra saker i bolagen.

De institutionella investerarna på nivån brukar dock reagera på initiativ och handlingar från andra aktieägare i portföljbolagen. Om exempelvis en aktivisthedgefond försöker få till en förändring kan det leda till att den institutionella investeraren tar ställning till den föreslagna förändringen och agerar i portföljbolaget. Detsamma kan gälla vid uppköpserbudanden. Exempel på institutionella investerare på nivån kan vara Första-Fjärde AP-fonderna. Eftersom Första-Fjärde AP-fonderna inte får inneha för stora andelar i bolag så kan det leda till att de inte har så stort aktieägarengagemang.<sup>60</sup> Även andra pensionsfonder och många försäkringsbolag är på nivån ”reaktivt engagemang”.

#### 4.3.4 Alpha-engagemang

Alpha-engagemang innebär att de institutionella investerarna går in och aktivt försöker bidra och förändra i portföljbolaget.<sup>61</sup> Ofta handlar det om institutionella investerare som satsar på att få en avkastning som på lång eller kort sikt överstiger ett visst ”benchmark”.<sup>62</sup> För att uppnå avkastningen kommer de institutionella investerarna att aktivt övervaka bolagen för att hitta brister och förbättringsområden. Sådana institutionella investerare kommer inte enbart att föra dialog med styrelsen utan kommer ibland också att ta plats i styrelsen. För att få igenom sina förändringar kommer de institutionella investerarna att söka stöd av andra aktieägare.

Ett exempel på en typ institutionell investerare på nivån alpha-engagemang är aktivisthedgefonder.<sup>63</sup> Aktivisthedgefonder köper vanligtvis mindre andelar i bolag för att sedan försöka få med sig andra större aktieägare som kanske inte alltid är lika engagerade.

Ett annat exempel på en typ av institutionell investerare med aktieägarengagemang på nivån alpha-engagemang är private equity-bolag. Private equity-bolag köper ofta en kontrollposition i onoterade bolag. Affärsidén går sedan ut på att genomföra

---

<sup>60</sup> Se avsnitt 4.4.8.

<sup>61</sup> Isaksson, Çelik, s. 109.

<sup>62</sup> Isaksson, Çelik, s. 109.

<sup>63</sup> Isaksson, Çelik, s. 109.

värdeskapande förändringar i portföljbolagen för att sedan sälja av sitt innehav, med vinst.<sup>64</sup>

#### 4.3.5 Inside-engagemang

Den yttersta nivån av engagemang hos institutionella investerare kallar Isaksson och Çelik för inside-engagemang.<sup>65</sup> De institutionella investerarna har då full övervakning av portföljbolagets angelägenheter. Oftast tar den institutionella investeraren plats i styrelsen och röstar för sina aktier. Genom att den institutionella investeraren tar plats i portföljbolagets styrelse och ibland i det även i det operativa arbetet så uppfyller de också delen med att ha kontakt med andra aktieägare och styrelseledamöter. De institutionella investerarna åtar sig genom detta alla de delar som EU uppmuntrar aktieägare att göra i direktivet. En institutionell investerare på nivån inside-engagemang har ofta en stor ägarandel i portföljbolaget, ofta så stor att den institutionella investeraren räknas som kontrollägare och har styrelserepresentation i portföljbolagen.

Typexempel på institutionella investerare med inside-engagemang är statliga investeringsfonder och investmentbolag.<sup>66</sup> I Sverige är institutionella investerare med inside-engagemang ofta investmentbolag. De två tungviktarna i Sverige är Investor och Industrivärden. Båda använder sig relativt mycket av röststarka aktier för att ha en högre röstandel än kapitalandel.<sup>67</sup>

### 4.4 **Faktorer som påverkar aktieägarengagemang**

#### 4.4.1 Inledning

För att göra den kategoriseringen som Isaksson och Çelik har genomfört, så har de identifierat sju faktorer som påverkar vilken nivå av aktieägarengagemang som de institutionella investerarna befinner sig på. Att utgå ifrån de sju faktorerna är av stor betydelse för att kunna diskutera en eventuell effekt av direktivets regler om policy för aktieägarengagemang.

---

<sup>64</sup> Nyman, s. 76.

<sup>65</sup> Isaksson, Çelik, s. 110.

<sup>66</sup> Med investmentbolag i uppsatsen åsyftar jag noterade aktiebolag med en affärsidé som går ut på att äga aktier i andra bolag. Termen investmentbolag täcker även andra typer av institutionella investerare men jag använder den här definitionen för att förtydliga i uppsatsen.

<sup>67</sup> Se information om investeringar på <https://www.investorab.se/vara-investeringar/noterade-kaerninvesteringar/> och <http://www.industrivarden.se/sv-SE/Innehaven/Innehavet/>.

#### 4.4.2 Syfte

Syftet som den institutionella investeraren har med sin verksamhet har betydelse för nivån av aktieägarengagemang. Alla institutionella investerare har en typ av vinstsyfte, som är att maximera avkastningen på det investerade kapitalet. Det som jag lägger fokus på här är istället syftet med bolaget som driver kapitalförvaltningen och inte själva syftet med kapitalförvaltningen i sig. Generellt går det att dela upp de institutionella investerarna mellan de som har som syfte att generera vinst med verksamheten och de som inte har något syfte att generera vinst. Komponenten syfte tar främst sikte på syftet att generera vinst till eventuella aktieägare till bolaget som driver den institutionella investeraren. Om den institutionella investeraren är organiserad som ett vanligt bolag som förvaltar andras kapital är det som utgångspunkt en institutionell investerare som har ett vinstsyfte. Motsatsen blir till exempel Första-Fjärde AP-fonderna där det inte finns något syfte med verksamheten att generera vinst, förutom att maximera kapitalavkastningen, till några aktieägare eftersom staten är huvudman. Det existerar då inte några aktieägare som kräver avkastning i form av utdelningar eller höjt aktievärde.

Som sagt så finns det ju dock en typ av vinstsyfte med alla typer av institutionella investerare. Alla institutionella investerare har ett mål att få det investerade kapitalet att växa. Även kravet på att få kapitalet att växa kan dock skilja sig åt i omfattning för olika institutionella investerare. Ett vinstdrivande bolag har ofta stark konkurrens om kapitalet från övriga investerare och kan därför sägas försöka konkurrera genom att ha en högre avkastning. Även institutionella investerare på områden där konkurrensen inte är lika stor, vissa delar av pensionssystemet samt inom försäkringar, konkurrerar i viss mån genom sin avkastningsnivå. Exempelvis reglerades flytträtten av försäkringssparande i Sverige år 2007<sup>68</sup> och finansdepartementet har framfört förslag till att underlätta en flytt än mer.<sup>69</sup> De reformerna leder till att avkastningsnivån hos institutionella investerare får större betydelse även inom försäkringssparande.

Vinstsyftet hos den institutionella investeraren är i sig inte en självklar indikator för hur engagerade de institutionella investerarna kommer att vara som aktieägare. För att generalisera så kan man säga att många institutionella investerare med starka

---

<sup>68</sup> Proposition 2006/07:26.

<sup>69</sup> Finansdepartementet, Promemoria: En effektivare flytträtt av försäkringssparande.



vinstincitament inte är engagerade aktieägare av den enkla anledningen att det är kostsamt vara en engagerad aktieägare.<sup>70</sup> Det kan röra sig om indexfonder där syftet att generera vinst uppnås genom att följa ett index och inte vara engagerad. Det finns dock institutionella investerare som har ett vinstsyfte och ändå har en hög nivå av aktieägarengagemang, exempelvis aktivisthedgefonder och private equity-fonder.

#### 4.4.3 Ansvarsförbindelsers profil och löptid

För institutionella investerare spelar det roll vilken möjlighet övriga investerare har att flytta eller förändra storleken på sitt investerade kapital. Övriga investerares kapital som de har rätt till räknas som en ansvarsförbindelse från den institutionella investerarens sida. Rent konkret så handlar det om övriga investerare har rätt att dra tillbaka sitt kapital när de vill eller om kapitalet är låst under en viss tidsperiod. Exempelvis har private equity-fonder ansvarsförbindelser med en förutbestämd löptid, övriga investerare har rätt till sitt investerade kapital efter en viss tidsperiod, vanligtvis inom tio år.<sup>71</sup> På andra sidan finns det värdepappersfonder, där kapitalet i fonden är flytande och övriga investerare som grundprincip kan dra tillbaka sitt kapital när som helst.<sup>72</sup>

Om ansvarsförbindelserna innebär att övriga investerare kan dra tillbaka sitt kapital kräver det att den institutionella investeraren har likvida investeringar. Att den institutionella investeraren har möjlighet få loss kapital som de övriga investerarna drar tillbaka. Ett sådant upplägg kan då vara ett hinder mot för stort aktieägarengagemang i bolaget. Om en institutionell investerare skulle lägga ner kostnader på att vara en engagerad aktieägare men behöva sälja utan förvarning, så skulle den institutionella investeraren eventuellt ha lagt ner kostnaderna på att engagera sig förgäves. Institutionella investerare väljer då vanligtvis att inte engagera sig i ett sådant läge.<sup>73</sup> Har en institutionell investerare exempelvis en styrelseplats i ett portföljbolag kan det innebära att det blir kontraproduktivt att sälja av innehavet för den institutionella investeraren.<sup>74</sup>

---

<sup>70</sup> Shleifer, Vishny, s. 751.

<sup>71</sup> Nyman, s. 37.

<sup>72</sup> Lag (2004:46) om värdepappersfonder, 4 kap 13 §.

<sup>73</sup> Bhidé, Amar, Efficient Markets, Deficient Governance, i Harvard Business Review 72, 1994, s. 128-140.

<sup>74</sup> Isaksson, Çelik, s. 106.

#### 4.4.4 Investeringsstrategi

Investeringsstrategin rör framförallt hur engagerade de institutionella investerarna är i själva förvaltningen av kapitalet. Det är inte samma sak som att vara engagerade som aktieägare, även om det påverkar varandra. Att ha en passiv investeringsstrategi innebär att den institutionella investeraren inte gör förändringar i hur det placerade kapitalet förvaltas. En aktiv investeringsstrategi innebär istället att den institutionella investeraren köper och säljer värdepapper frekvent. Om en institutionell investerare exempelvis har en passiv indexfond så kommer den institutionella ägaren med största sannolikhet inte att vara en engagerad aktieägare. En passiv indexfond gör investeringar som enbart ska motsvara ett underliggande index.<sup>75</sup> Den institutionella investeraren övervakar inte portföljbolaget aktivt och det skulle krävas stora extra kostnader att ta del i bolagsstyrningen i portföljbolaget. Motpolen till en passiv indexstrategi kan vara aktiv fundamental-strategi.<sup>76</sup> Strategin går ut på att den institutionella investeraren gör fundamental analys av portföljbolagen för att köpa och sälja och uppnå så stor vinst som möjligt. För att uppnå den vinsten kan de institutionella investerarna också vara engagerade aktieägare i bolagen för att skapa förändring. De två strategierna är bara två av flera, de här två strategierna belyser att valet av strategi kan få stor betydelse för hur engagerade de institutionella investerarna är i portföljbolagen.

#### 4.4.5 Portföljstruktur

Portföljstruktur som faktor för aktieägarengagemang tar sikte på hur den institutionella investerarens innehav är spritt mellan olika portföljbolag.<sup>77</sup> Enligt bland annat Coffee faller det sig intuitivt att en institutionell investerare som har innehav i många portföljbolag får det svårare att vara en engagerad ägare i portföljbolagen, jämfört med en investerare som enbart har innehav i ett fåtal portföljbolag.<sup>78</sup> Kostnaden för att vara engagerad aktieägare, i form av övervakning med mera, är en betydelsefull kostnad och ökar ju fler portföljbolag det finns att övervaka.<sup>79</sup> Därför har inte en institutionell investerare, som har spritt sitt innehav, en ekonomisk möjlighet att vara en engagerad

---

<sup>75</sup> SOU 2016:45, s. 173ff.

<sup>76</sup> Isaksson, Çelik, s. 106.

<sup>77</sup> Isaksson, Çelik, s. 106f.

<sup>78</sup> Coffee, s. 1337f.

<sup>79</sup> Coffee, s. 1285.

aktieägare. Utöver det så påstår bland annat Holmstrom och Tirole att det faktum att andra aktieägare kan dra nytta av den institutionella investerarens engagemang utan att bidra själv, kan leda till att investerare avstår från att vara aktiva.<sup>80</sup> Det innebär dock inte att motsatsen, en institutionell ägare med få innehav, per automatik är en engagerad aktieägare. De andra faktorerna påverkar ändå i stor del om de institutionella ägarna anser att det är fördelaktigt att vara en engagerad ägare eller inte. Steget till att bli en engagerad aktieägare är dock enligt Isaksson och Çelik betydligt mindre om den institutionella investeraren har få portföljbolag.<sup>81</sup>

#### 4.4.6 Avgiftsstruktur

Det finns två olika grundtyper av avgiftsstruktur hos institutionella investerare. Den första är en fast avgift baserad på investerat kapital eller liknande och den andra är en prestationsbaserad avgift. Valet av avgiftsstruktur spelar också en betydelsefull roll för hur engagerade de institutionella investerarna kommer att vara som aktieägare.<sup>82</sup> Om den institutionella investeraren har en fast avgift finns det inte alltid ekonomiskt utrymme eller incitament till att engagera sig i portföljbolagen. Har den institutionella investeraren en prestationsbaserad avgift så finns dock större incitament för att få en kraftig avkastning på det investerade kapitalet i portföljbolaget. Den prestationsbaserad avgiften kan innebära att institutionella investerare anser det är värt att aktivt engagera sig i portföljbolagen och vilket kan leda till högre inkomster för den institutionella investeraren.

Private equity-bolag är ett exempel på en institutionell investerare med prestationsbaserad avgift och som är engagerad som aktieägare. Den rörliga ersättningen hos private equity-bolag kallas för "carried interest". Carried interest innebär vanligtvis att om avkastningen på kapitalet till övriga investerare överstiger ett visst förutbestämt belopp, så får private equity-bolaget 20 procent av den överskjutande avkastningen.<sup>83</sup> Det kan leda till en stor vinst hos privat equity-bolaget och är en betydelsefull faktor för att private equity-bolagen är engagerade som aktieägare.

---

<sup>80</sup> Holmstrom, Tirole, s. 682.

<sup>81</sup> Isaksson, Çelik, s. 107.

<sup>82</sup> Isaksson, Çelik, s. 107.

<sup>83</sup> Riksbanken, Riskkapitalbolagen i Sverige, s. 59.

#### 4.4.7 Politiska och sociala mål

Politiska och sociala mål är andra faktorer som kan få betydelse för hur engagerade de institutionella investerarna är som aktieägare. För statliga institutionella investerare blir det ofta extra tydligt, som till exempel AP-fonderna. Ett exempel på hur politiska mål kan påverka AP-fonderna är att ledamöterna i Första-Fjärde AP-fonderna utses av arbetstagar- och arbetsgivarorganisationer, vilka ofta driver egna politiska sakfrågor.<sup>84</sup> I AP-fondernas verksamhet påverkar de politiska och sociala målen i första hand vilka portföljbolag som AP-fonderna väljer men även i andra hand hur AP-fonderna aktivt försöker förändra portföljbolagen.<sup>85</sup>

Även för icke-statliga institutionella investerare finns det i dagens samhälle ett relativt stort tryck på att uppnå sociala mål. Flera av de största svenska institutionella investerarna har tydliga mål för hur de ska hantera sociala och miljömässiga-frågor.<sup>86</sup> Inom Sverige så har en vilja att uppnå sociala mål blivit en form av marknadsföringsfaktor, för att attrahera kapital till de institutionella investerarna.<sup>87</sup> Att förhålla sig till politiska och sociala mål innebär dock inte per automatik att de institutionella investerarna blir engagerade aktieägare. Institutionella investerare kan även förhålla sig till sociala och politiska mål i processen att välja vilka portföljbolag de ska investera i. Det krävs ofta fler faktorer för att den institutionella investeraren ska vara en engagerad aktieägare.

#### 4.4.8 Regelverk för aktieägarengagemang

Befintliga regelverk för aktieägarengagemang kan ha betydelse för hur engagerade aktieägare de institutionella investerarna är. Sjunde AP-fonden är ett extremfall. Enligt lag får Sjunde AP-fonden enbart utöva rösträtt i svenska aktiebolag ”när kravet på långsiktigt hög avkastning eller behovet av att trygga placeringarnas säkerhet inte kan tillgodoses på annat sätt”.<sup>88</sup> I Sjunde AP-fondens fall är det uppenbart att regelverk påverkar engagemang som aktieägare. Det finns även andra krav i svensk rätt som påverkar aktieägarengagemang. Exempelvis får Första-Fjärde AP-fonderna som

---

<sup>84</sup> SFS 2000:209, se mer i avsnitt 5.3.2.

<sup>85</sup> Exempelvis Första AP-fondens ägarpolicy.

<sup>86</sup> Se exempelvis Swedbank Robur Fonder Ägarpolicy.

<sup>87</sup> <https://www.di.se/di/artiklar/2015/11/10/halften-av-pensionerna-ligger-i-etiska-fonder/>.

<sup>88</sup> Lag (2000:192) om allmänna pensionsfonder, 5 kap 4 §.

utgångspunkt inte inneha mer än tio procent av röstetalet i bolag<sup>89</sup> och liknande regler gäller för värdepappersfonder.<sup>90</sup> I bland annat Storbritannien har lagstiftare valt att inte lagstifta om aktieägarengagemang, istället finns det en uppförandekod som uppmuntrar institutionella ägare till att vara engagerade aktieägare.<sup>91</sup> För svensk del finns det en uppförandekod för fondbolag, men innehåller ingen direkt uppmuntran till aktieägarengagemang. Uppförandekoden innebär enbart att fondbolag ska ha en ägarpolicy.<sup>92</sup>

Regelverk kan ha stor betydelse för hur engagerade institutionella investerare är som aktieägare. Det är framförallt på den här punkten som direktivets regler om policy för aktieägarengagemang kommer att få betydelse. Diskussionen kommer därför att ta sikte på hur de institutionella investerarna kan tänkas påverkas genom att faktorn ”regelverk för aktieägarengagemang” får en förskjutning.

#### 4.5 Sammanfattning

Från det här avsnittet använder jag mig av Isaksson och Çeliks kategorisering av institutionella investerare som presenterats i avsnitt 4.3. Den kategoriseringen använder jag mig av som utgångspunkt för att inte behöva diskutera ett för brett spektrum av institutionella investerare. I diskussionen använder jag mig även av de olika faktorer som påverkar nivån av engagemang enligt Isaksson och Çelik, som presenterats ovan i avsnitt 4.4.

---

<sup>89</sup> Lag (2000:192) om allmänna pensionsfonder, 4 kap 9 §.

<sup>90</sup> Lag (2004:46) om värdepappersfonder, 5 kap 20 §, se vidare avsnitt 5.3.3.

<sup>91</sup> The UK Stewardship Code.

<sup>92</sup> Svensk kod för fondbolag, art. 6.

## **5. Vilka typer av institutioner kan tänkas förändra sin nivå av aktieägarengagemang på grund av direktivets artikel 3g?**

### **5.1 Inledning**

För att analysera vilka institutionella investerare direktivets artikel 3g kan tänkas påverka använder jag mig av några förenklande parametrar. Jag använder mig av Isaksson och Çeliks kategorisering efter nivå av engagemang hos de institutionella investerarna. I analysen använder jag de parametrar som Isaksson och Çelik anser påverkar nivån av aktieägarengagemang hos de institutionella investerarna, på varje nivå av engagemang. Som presenterat i metoden i avsnitt 1.3 så blir diskussionen ett resultat av just den valda teori som jag använder mig av. De typer av institutionella investerare som jag diskuterar närmare är exemplifierande och inte uttömmande. Jag har valt att gå in på de olika typerna av institutionella investerarna då de motsvarar några av de vanligaste institutionella investerarna på inom varje kategori. I de kommande underavsnitten diskuterar jag huruvida artikel 3g ryms inom de institutionella investerarnas ekonomiska incitamentsstruktur och om det kan tänkas innebära att de institutionella investerarna förändrar sin nivå av aktieägarengagemang.

### **5.2 Inget engagemang**

#### **5.2.1 Inledning**

Som nämnt i avsnitt 4.3.2 så är de institutionella investerare som är på nivån inget engagemang bland annat HFT-hedgefonder, indexfonder och specifikt Sjunde AP-fonden. De nämnda institutionella investerarna omfattas alla av direktivet.<sup>93</sup> Alla de typerna av institutionella investerare har starka incitament till att ligga på nivån inget engagemang.

#### **5.2.2 HFT-hedgefonder**

HFT-hedgefonder använder sig av en investeringsstrategi som kan sägas vara aktivt kvantitativ, vilket innebär att HFT-hedgefonder aktivt köper och säljer stora mängder aktier.<sup>94</sup> HFT-hedgefonderna använder då stora mängder information och köper och säljer

---

<sup>93</sup> Direktiv 2017/828, art. 2b, e och f.

<sup>94</sup> Isaksson, Çelik, s. 106.

aktier med hög frekvens vilket syftar att leda till arbitragevinster.<sup>95</sup> Med tanke på att den typen av investeringsstrategi är det som genererar vinster för HFT-hedgefonderna tolkar jag det som att det är investeringsstrategin som är den viktigaste av de sju komponenter som har betydelse för engagemanget hos de institutionella investerarna.<sup>96</sup> HFT-hedgefonderna har med den investeringsstrategin aktieäggande i flertalet portföljbolag samtidigt. Investeringsstrategin innebär också att tidsperioden som HFT-hedgefonder innehar aktier i portföljbolagen oftast är mycket kort.<sup>97</sup> Investeringsstrategin leder därför till att HFT-hedgefonder inte är eller har varit engagerade aktieägare.

När direktivet träder i kraft kommer förändringen vara att komponenten ”regelverk för aktieägarengagemang” talar mer för att HFT-hedgefonderna ska vara engagerade som aktieägare.<sup>98</sup> Direktivet ställer som sagt inte krav på att de institutionella investerarna är engagerade men uppmuntrar de institutionella investerarna att vara engagerade genom reglerna om policyn för aktieägarengagemang. Det blir ett inslag som principiellt ökar möjligheten att HFT-hedgefonder blir engagerade aktieägare. Alla de aspekter av aktieägarengagemang som artikel 3g tar upp går dock emot den investeringsstrategin som HFT-hedgefonder har. De har inte tid till att rösta på stämmor eller engagera sig och föra dialog med styrelse och andra aktieägare. Under den korta tid som den institutionella investeraren innehar aktierna är det oftast inte ens fysisk möjligt att engagera sig i portföljbolagen.<sup>99</sup> Högfrekvenshandel är inte anpassat för aktieägarengagemang. Effekten av direktivets regler om policy för aktieägarengagemang kommer antagligen enbart leda till att HFT-hedgefonder upprättar en policy där HFT-hedgefonderna förklarar att de inte kommer att vara engagerade på de punkter som artikeln nämner.

### 5.2.3 Indexfonder

Indexfonder har enligt min bedömning också investeringsstrategi som viktigaste komponent för hur engagerade de är som aktieägare. Jag gör bedömningen på grund av att indexfonder bygger sin investeringsstrategi på att fonden ska köpa aktier som i

---

<sup>95</sup> Arbitragevinsterna uppstår när en investerare säljer aktierna för ett högre pris än vad investeraren betalade, vilket kan bero på flera olika anledningar.

<sup>96</sup> De sju komponenterna återfinns i avsnitt 4.4.

<sup>97</sup> Isaksson, Çelik, s 106.

<sup>98</sup> Se avsnitt 4.4.8.

<sup>99</sup> Gomber, Arndt, Lutat, Uhle, s. 14f.

förhållande motsvarar ett visst underliggande index.<sup>100</sup> I och med att investeringsstrategin är så specifik så får den större betydelse än andra komponenter för aktieägarengagemang. Indexfonden köper då inte en större eller mindre mängd av en viss aktie än vad aktien har som andel av indexet. Hela indexfondens uppbyggnad beror därför på hur indexet ser ut. Det innebär att de som sköter placeringar åt en indexfond inte har så stora valmöjligheter när det gäller placeringarna när indexfonden väl har satt sitt index. På ett tidigare stadiet så har de som sköter fonden dock möjlighet att välja vilket index indexfonden ska följa.<sup>101</sup> Valet av index i sig har dock ingen större betydelse för hur engagerade indexfonderna är som aktieägare.

De övriga komponenterna som påverkar engagemanget hos indexfonderna anser jag kommer sekundärt. Visserligen så kan exempelvis syftet hos den institutionella investeraren påverka viljan att vara engagerad men den viljan kommer ändå att spela en mindre roll. Det kan dock finnas rationella anledningar för en indexfond till att aktivt försöka förbättra något i portföljbolagen, detta eftersom den institutionella investeraren inte kan välja att sälja sitt innehav.<sup>102</sup> Det gäller framförallt när ett portföljbolag utgör en större del av det underliggande indexet. Om värdet på portföljbolaget skulle öka markant så skulle det avspeglas sig på avkastningen hos indexfonden. Vad som hindrar aktieägarengagemang även hos bolag som är en stor del av indexet är sannolikt avgiftsstrukturen. Indexfonder marknadsförs ofta som lågavgiftsfonder.<sup>103</sup> Har indexfonden låg avgift finns det inte möjlighet att lägga de kostnader som finns för att vara engagerade aktieägare.<sup>104</sup>

Efter att direktivet träder i kraft kommer komponenten ”regelverk för aktieägarengagemang” att tala för mer aktieägarengagemang hos indexfonderna. Precis som för HFT-hedgefonder så går direktivets regler om policy för aktieägarengagemang emot de komponenter som utgör grunden för indexfondens val av aktieägarengagemang. I enlighet med vad som diskuterats ovan så är direktivets uppmuntran till aktieägarengagemang antagligen inte tillräckligt stark för att få en indexfond att ändra på

---

<sup>100</sup> Lowenstein, s. 12.

<sup>101</sup> Lowenstein, s. 15f.

<sup>102</sup> Coffee, s. 1367.

<sup>103</sup> Lowenstein, s. 12.

<sup>104</sup> Jensen, Meckling, s. 9.



sitt sätt att agera. Aktieägareengagemang passar inte in i en indexfonds modell med ett så stort antal portföljbolag.<sup>105</sup>

Det troliga utfallet av direktivets regler om policy för aktieägareengagemang är att indexfonderna väljer att förklara varför indexfonderna inte är engagerade i sin policy. Hade det istället varit ett direkt krav att alla institutionella investerare skulle följa reglerna om policy för aktieägareengagemang hade direktivet så klart gett viss effekt. Det troliga är dock att en indexfond enbart hade gjort minsta möjliga ansträngning för att vara engagerad ändå. Om en indexfond har för höga avgifter, vilket hade kunnat bli en följd av ökade krav på engagemang, så skulle antagligen övriga investerare välja att investera hos en institutionell investerare som har en strategi som bygger på mer engagemang. Tanken utgår från att indexfonder bygger sin konkurrenskraft hos övriga investerare på just de låga avgifterna, har indexfonderna höga avgifter förlorar indexfonderna den konkurrensfördelen.<sup>106</sup> Med det sidospåret avklarat, så finns det sammanlagt sett antagligen inte några direkta incitament för indexfonder att bli mer engagerade aktieägare på grund av direktivet.

#### 5.2.4 Sjunde AP-fonden

Anledningen till att Sjunde AP-fonden inte är engagerade aktieägare har en helt annan förklaring än för HFT-hedgefonder och indexfonder. Sjunde AP-fonden är som nämnt ovan lagligt sett förhindrade att vara engagerade aktieägare.<sup>107</sup> Lagen om allmänna pensionsfonder stadgar uttryckligen att Sjunde AP-fonden enbart får rösta för sina aktier ”när kravet på långsiktigt hög avkastning eller behovet av att trygga placeringarnas säkerhet inte kan tillgodoses på annat sätt”.<sup>108</sup> Direktivets uppmuntran till aktieägareengagemang kommer att ställas direkt mot förbudet att rösta för sina aktier. Direktivets uppmuntran kommer att få stå tillbaka för de befintliga reglerna.<sup>109</sup> Eftersom direktivet enbart innehåller en uppmuntran och den nuvarande lagen innehåller ett förbud som utgångspunkt så kommer förbudet att trumfa direktivets uppmuntran. Även för Sjunde AP-fonden kommer Direktivet enbart innebära att Sjunde AP-fonden får upprätta

---

<sup>105</sup> Lowenstein, s. 20.

<sup>106</sup> Coffee, s. 1341.

<sup>107</sup> Se avsnitt 4.4.8.

<sup>108</sup> Lag (2000:192) om allmänna pensionsfonder, 5 kap 4 §.

<sup>109</sup> Det finns ingenting som tyder på att direktivet skulle leda till en svensk lagändring.

en policy för aktieägarengagemang. Sjunde AP-fondens policy för aktieägarengagemang kommer enbart nämna att de inte är engagerade aktieägare med hänsyn till gällande reglering.

### 5.2.5 Sammanfattning

I det här avsnittet har jag analyserat hur tre olika exempel på institutionella investerare på nivån ”inget engagemang” skulle kunna påverkas av direktivet. För alla de tre institutionella investerarna har jag funnit att incitamenten för att vara på nivån ”inget engagemang” väger tyngre än direktivets uppmuntran till aktieägarengagemang. Jag finner inget som tyder på att det skulle vara annorlunda för några andra institutionella investerare på nivån ”inget engagemang”. Har en institutionell investerare valt att ligga på den nivån finns det med största sannolikhet rationella skäl till att inte engagera sig i portföljbolagen. De rationella skälen kommer inte att förändras enbart på grund av en uppmuntran att vara en mer engagerad aktieägare. Enligt min analys kommer därför direktivets regler om policy för aktieägarengagemang inte att ha någon konkret effekt på institutionella investerare på nivån ”inget engagemang”.

## 5.3 **Reaktivt engagemang**

### 5.3.1 Inledning

Jag har i avsnitt 4.3.3 nämnt bland annat Första-Fjärde AP-fonderna, övriga pensionsfonder och försäkringsbolag som exempel på institutionella investerare som ofta ligger på nivån reaktivt engagemang. Alla de nämnda institutionella investerarna omfattas av direktivet.<sup>110</sup> I förhållande till institutionella investerare som ligger på nivån inget engagemang så finns det inte samma typ av tydliga incitament för institutionella investerare att ligga på nivån reaktivt engagemang.

### 5.3.2 Första-Fjärde AP-fonderna

Första-Fjärde AP-fondernas komponenter som påverkar aktieägarengagemang är helt skilda från komponenterna för de institutionella investerare som är på nivån inget engagemang. Investeringsstrategin för Första-Fjärde AP-fonderna är dock ofta i grunden en typ av indexstrategi. Hela strategin och uppbyggnaden av fonderna är att Första-Fjärde

---

<sup>110</sup> Direktiv 2017/828 art. 2b, e.

AP-fonderna ska ha en låg risk och en diversifierad portfölj.<sup>111</sup> Exempelvis så får Första-Fjärde AP-fonderna som utgångspunkt inte inneha mer än tio procent av det totala antalet röster i ett bolag.<sup>112</sup>

Första-Fjärde AP-fonderna är inte några vinstdrivande fonder. Det är enbart de övriga investerare (privatpersoner) vars pengar blir förvaltade som gör vinster. Första-Fjärde AP-fonderna är vidare föremål för vissa politiska och sociala mål. Till exempel så lämnas förslag på styrelseledamöter i Första-Fjärde AP-fonderna av arbetsgivar- och arbetstagarorganisationer.<sup>113</sup> Bland annat så lämnar Landsorganisationen i Sverige (LO) förslag på fyra stycken ledamöter. LO driver egna politiska sakfrågor och det kan få påverkan på aktieägarengagemang hos Första-Fjärde AP-fonderna.<sup>114</sup> Även Svenskt Näringsliv lämnar förslag på fyra stycken ledamöter och driver även de egna politiska sakfrågor.<sup>115</sup> Utöver att organisationer med olika politiska inriktningar lämnar förslag till ledamöter så påverkas Första-Fjärde AP-fonderna av andra politiska och sociala aspekter i och med att Första-Fjärde AP-fonderna är statliga. Det finns exempelvis en proposition om att institutionella investerare ska informera om hur de tar hänsyn till sociala- och miljöaspekter i sin verksamhet.<sup>116</sup>

De faktorer som rör aktieägarengagemang för Första-Fjärde AP-fonderna talar inte starkt för engagemang och inte heller starkt emot. Frågan är då om direktivets regler om policy för aktieägarengagemang är något som kan påverka nivån på aktieägarengagemang. Redan idag så finns det lagstadgat krav på att Första-Fjärde AP-fonderna ska ha en policy som rör utövandet av rösträtt i enskilda bolag.<sup>117</sup> Direktivets regler om policy för aktieägarengagemang sträcker sig dock mycket längre än vad det nuvarande lagkravet gör. Det nuvarande lagkravet är enbart utformat så att Första-Fjärde AP-fonderna måste ha en policy för aktieägarengagemang, inte vad policyn ska innehålla eller hur policyn ska utformas. Policyn enligt artikel 3g ska som nämnt innehålla bland annat en beskrivning på hur den institutionella investeraren övervakar bolaget rörande icke-

---

<sup>111</sup> Lag (2000:192) om allmänna pensionsfonder, 4 kap 1 §.

<sup>112</sup> Lag (2000:192) om allmänna pensionsfonder, 4 kap 9 §.

<sup>113</sup> Förordning (2000:209) om ledamöter i styrelserna för Första-Fjärde AP-fonderna.

<sup>114</sup> [http://www.lo.se/start/politiska\\_sakfragor](http://www.lo.se/start/politiska_sakfragor).

<sup>115</sup> [https://www.svensktnaringsliv.se/om\\_oss/](https://www.svensktnaringsliv.se/om_oss/).

<sup>116</sup> Prop. 2017/18:5, s. 11f, 24f och 40 ff.

<sup>117</sup> Lag (2000:192) om allmänna pensionsfonder, 4 kap 2 §.

finansiella resultat och sociala och miljömässiga mål, för dialog med portföljbolagen, utövar rösträtter med mera.

Enligt min bedömning kan de nya reglerna om aktieägarpolicy få en viss påverkan på Första-Fjärde AP-fondernas aktieägarengagemang. Jag gör bedömning framförallt med hänsyn till hur Första-Fjärde AP-fonderna är utformade idag i kombination med vad direktivet riktar in sig på. I och med att Första-Fjärde AP-fonderna är statliga och inte har något vinstsyfte i sig så finns det en större möjlighet för Första-Fjärde AP-fonderna att ådra sig större utgifter för att vara engagerade ägare. Avsaknaden av vinstsyfte öppnar alltså upp möjligheten för att vara mer engagerade som aktieägare. Det politiska inslaget i Första-Fjärde AP-fonderna innebär sannolikt att fonderna kommer att följa direktivets krav på policyn för aktieägareengagemang.

Även om direktivets regler utgår ifrån en ”följ- eller förklaramodell” så blir reglerna ett uttryck för vad EU anser vara en standard för aktieäggande.<sup>118</sup> Därför blir det svårt för statliga Första-Fjärde AP-fonderna att använda sig av utvägen att förklara istället för att följa. Om inte statliga institutionella investerare följer direktivets regler är det svårt att se att några andra institutionella investerare skulle känna sig manade att följa direktivet. Ytterligare en aspekt som talar för att direktivet kommer få effekt är att direktivets regler om policy för aktieägarengagemang kopplar ihop den befintliga uppmuntran till att beakta sociala och miljömässiga aspekter med det befintliga kravet på att ha en policy för utövande av rösträtt. Direktivets regler är enbart något mer utförliga än vad de befintliga reglerna är och blir därför relativt enkelt att implementera för Första-Fjärde AP-fonderna. Det viktiga blir dock när reglerna om att beakta sociala och miljömässiga aspekter sammanlänkas med kravet på policy för utövande av rösträtt. När båda reglerna existerar så blir det svårt för Första-Fjärde AP-fonderna att inte tydligt beakta sociala och miljömässiga aspekter vid möjlighet att utöva rösträtt. Jag bedömer det då som mer troligt att Första-Fjärde AP-fonderna verkligen engagerar sig och aktivt röstar för de förslag som går ihop med Första-Fjärde AP-fondernas syn på de sociala och miljömässiga aspekterna.

Anledningen till att jag gör bedömningen att Första-Fjärde AP-fonderna kommer att påverkas är på grund av att, som jag anser att jag har visat, direktivets regler ligger i linje med Första-Fjärde AP-fondernas nuvarande läge men går något längre. Det faktum

---

<sup>118</sup> Chiu, s. 35 och 39.

att Första-Fjärde AP-fonderna inte får ha för stort innehav i sina portföljbolag kan tala emot att direktivet får effekt, eftersom innehavsbegränsningen leder till att Första-Fjärde AP-fonderna måste sprida sina investeringar. Jag anser dock att de sociala och miljömässiga aspekterna sannolikt trumfar, med tanke på det fokus de sociala och miljömässiga aspekterna har haft på senare tid.<sup>119</sup> I det stora hela bedömer jag därför att direktivets regler om policy för aktieägarengagemang kan tänkas leda till att Första-Fjärde AP-fonderna kommer att vara mer engagerade som aktieägare.

### 5.3.3 Privata pensionsfonder

Även privata pensionsfonder tillhör vanligtvis institutionella investerare på nivån reaktivt engagemang. Privata pensionsfonders komponenter för aktieägarengagemang har likheter med det utgångsläge som Första-Fjärde AP-fonderna har. En viktig skillnad är dock att privata pensionsfonder saknar mycket av den lagreglering och det politiska inflytandet som finns i Första-Fjärde AP-fonderna. Privata pensionsfonder har exempelvis än så länge inget krav på att redogöra för utövandet av rösträtter i portföljbolag.<sup>120</sup> Det finns dock riktlinjer för fondbolagens ägarutövande och en föreskrift från finansinspektionen, men kraven på hur de privata pensionsfonderna ska redogöra för utövandet är lågt ställda.<sup>121</sup>

Vad gäller kraven på hur stora innehav de privata pensionsfonderna får ha i olika portföljbolag så gäller något mildare krav än för Första-Fjärde AP-fonderna. Ett enskilt innehav i ett portföljbolag får som utgångspunkt inte vara större än fem procent av fondens totala värde.<sup>122</sup> Aktieinnehav i ett företag får inte heller vara så stort att värdepappersfonden har möjlighet att utöva ett väsentligt inflytande över ledningen företaget.<sup>123</sup> Vad som är väsentligt inflytande varierar från fall till fall, men utgångspunkten kan sägas vara ca tio procent.<sup>124</sup> Reglerna om hur stora innehav de privata pensionsfonderna får ha är ändå en komponent som talar något emot att de privata

<sup>119</sup> Se exempelvis prop. 2017/18:5.

<sup>120</sup> Förutom det kommande kravet från direktivet.

<sup>121</sup> ”Riktlinjer för fondbolagens ägarutövande” och FFFS 2013:9 15 kap 9-10 §§.

<sup>122</sup> Lag (2004:46) om värdepappersfonder 5 kap 6 §.

<sup>123</sup> Lag (2004:46) om värdepappersfonder 5 kap 20 §. prop. 2002/03:150 s 223, se även SFS 2004:46 1 kap 1 § 16 p.

<sup>124</sup> Prop. 2002/03:150 s. 223 och lag (2004:46) om värdepappersfonder 1 kap 1 § 16 p.

pensionsfonderna är engagerade aktieägare. En viktig skillnad jämfört med Första-Fjärde AP-fonderna är att privata pensionsfonder som utgångspunkt är vinstdrivande företag.

Det finns inga konkreta krav på att privata pensionsfonder ska beakta sociala och miljömässiga mål. I Riktlinjer för fondbolagens ägarutövande nämns det att i ett fondbolags ägarpolicy bör det ingå ”fondbolaget principer för arbete med miljö, socialt ansvarstagande och styrning”.<sup>125</sup> Direktivets nya regler skiljer sig alltså inte så mycket från dagens reglering på området. För privata pensionsfonder har det dock en betydelse att de måste konkurrera om att övriga investerares pengar. Sociala och miljömässiga aspekter är en konkurrensfråga för privata pensionsfonder.<sup>126</sup> Att det kommer nya regler om att beakta sociala och miljömässiga aspekter i sitt privata ägande kan då få ett större genomslag, eftersom det kan vara en konkurrensfördel att följa direktivets regler. Detsamma gäller angående hur engagerade de privata pensionsfonderna är som aktieägare. Aktieägareengagemang hos privata pensionsfonder är något som övriga investerare anser vara av betydelse när övriga investerare väljer hur deras pengar ska förvaltas.<sup>127</sup>

Framförallt konkurrensaspekten är något som jag tror kommer att innebära att privata pensionsfonders engagemang som aktieägare kan höjas något. Skulle engagemangsnivån höjas allt för mycket skulle det leda till högre avgifter, vilket skulle kunna leda till förlorade kunder.<sup>128</sup> Därför bedömer jag att enbart en marginell förändring kan tänkas ske. Att de privata pensionsfonderna uttryckligen skulle behöva förklara att de inte följer direktivets regler skulle troligen ha en negativ effekt på konkurrenskraften hos privata pensionsfonder. Privata pensionsfonder kan alltså tappa kapital om de väljer att förklara istället för att följa. Eftersom de privata pensionsfonderna har ett vinstsyfte så är det av stor betydelse att många övriga investerare väljer just deras privata pensionsfonder. Konkurrensaspekten anser jag blir avgörande till att direktivet kan tänkas få effekt för privata pensionsfonder.

---

<sup>125</sup> Riktlinjer för fondbolagens ägarutövande, s. 4.

<sup>126</sup> Fondspararundersökningen 2014, s. 10.

<sup>127</sup> Fondspararundersökningen 2014, s. 10.

<sup>128</sup> Även om priskänsligheten på den svenska marknaden tenderar att vara relativt låg, Konkurrensverket, s. 89f.

#### 5.3.4 Försäkringsbolag

Försäkringsbolag är ytterligare en kategori av institutionella investerare som befinner sig på nivån reaktivt engagemang och som brukar klassas som en av de traditionella typerna av institutionella investerare.<sup>129</sup> Försäkringsbolagens placeringar av kapital bygger inte på riktigt samma premisser som för pensionsfonder. Kapitalet som försäkringsbolagen placerar är de försäkringspremier som övriga investerare betalar in. Försäkringsbolagens syfte med placeringarna blir dock samma som för pensionsfonder, att få kapitalet att växa, även om övriga investerare inte har några explicita krav på avkastningen. Eftersom utbetalningar till övriga investerare kan behöva ske när som helst så måste försäkringsbolagen ha likvida investeringar. Skulle försäkringsbolagen ha sina investeringar låsta under en längre period skulle det kunna bli svårt att lyckas med utbetalningarna. Förutom den likvida aspekten så har försäkringsbolag liknande komponenter för aktieägarengagemang som pensionsfonder.

Den komponent som framförallt kan komma att påverka försäkringsbolagen att bli mer engagerade som aktieägare är de sociala och miljömässiga aspekterna. Enligt min bedömning så är det även för försäkringsbolagen ur konkurrenssynpunkt som försäkringsbolagen kommer att behöva bli mer engagerade ägare. Jag gör bedömningen för att försäkringsbolagen är vinstdrivande bolag och har som mål att attrahera så mycket kapital som möjligt. Om försäkringsbolag inte väljer att implementera in policy för aktieägarengagemang kan det leda till att försäkringsbolagen attraherar mindre kapital. För försäkringsbolag är dock placeringen av kapital inte av samma betydelse som för pensionsfonder.

Försäkringsbolagen konkurrerar i första hand med villkoren för själva försäkringen och inte hur de placerar kapitalet. På grund av att placeringsvillkoren inte är det viktigaste i förhållande till övriga investerare kommer direktivets regler sannolikt inte att påverka försäkringsbolag i samma utsträckning som för pensionsfonder. Sett som institutionell investerare liknar dock försäkringsbolag pensionsfonder och min bedömning, som presenterats ovan, är att försäkringsbolag kan tänkas att röra sig något i samma riktning som pensionsfonder rörande aktieägarengagemang.

---

<sup>129</sup> Isaksson, Çelik, s. 96.

### 5.3.5 Sammanfattning

Jag har analyserat tre typer av institutionella investerare på nivån reaktivt engagemang och hur de institutionella investerarna skulle kunna påverkas av direktivets regler om policy för aktieägarengagemang. Sammanfattningsvis för institutionella investerare på nivån reaktivt engagemang är att jag bedömer att de institutionella investerarna kommer att påverkas av artikel 3g i viss mån. Anledningen är framförallt för att ökat aktieägarengagemang är något som kan öka anseendet hos institutionella investerare. De statliga institutionella investerarna föregår med gott exempel och de privata institutionella investerarna är engagerade för att öka konkurrenskraften. Det har betydelse att de institutionella investerarna på nivån reaktivt engagemang redan har aktieägarengagemang som ligger nära den nivån som direktivets regler om policy för aktieägarengagemang förespråkar. De institutionella investerarna behöver därför inte göra så stora anpassningar för att följa direktivet. Det räcker med mindre justeringar av sitt aktieäggande.

## 5.4 **Alpha-engagemang**

### 5.4.1 Inledning

De typer av institutionella investerare på nivån alpha-engagemang som jag nämnde i avsnitt 4.3.4 var aktivisthedgefonder och private equity-fonder. De typerna av institutionella investerare omfattas av direktivet.<sup>130</sup> Det är institutionella investerare som har relativt starka incitament till att vara engagerade aktieägare i sina portföljbolag. Affärsmodellen går ut på att åstadkomma förändringar hos portföljbolagen.

### 5.4.2 Private equity-fonder

Private equity-fonder har som sagt tydliga incitament till att vara engagerade som aktieägare. Private equity-fondernas affärsidé är att samla in kapital till fonden som de senare investerar i framförallt onoterade bolag. Som utgångspunkt köper private equity-fonder aktier som motsvarar åtminstone en kontrollpost i portföljbolagen. Via aktieköpet tar private equity-fonden över kontrollen över portföljbolaget och genomför förändringar i portföljbolaget. Målet är vanligtvis att private equity-fonden ska sälja av portföljbolaget

---

<sup>130</sup> Direktiv 2017/828, art. 2b, f.



fem till sju år från att investeringen skedde och då göra en vinst i och med de förändringar portföljbolaget gått igenom.<sup>131</sup>

Med tanke på att innehaven ofta är kontrollposter leder det till att innehaven inte är så diversifierade. Private equity-fonder brukar fokusera på ett färre antal portföljbolag. Upplägget för private equity-fonder talar för att private equity-fonden ska vara engagerad som aktieägare. Det faktum att private equity-fonden har en prestationsbaserad avgift ökar incitamenten för att vara en mer engagerad aktieägare.<sup>132</sup> En komponent som för många institutionella investerare talar emot att vara engagerade aktieägare är kortsiktighet. Private equity-fonder har som sagt en relativt kortsiktig horisont, men är ändå engagerade som aktieägare.

Med den affärsidé som private equity-fonder har så uppfyller fonderna de flesta av delar som direktivets artikel 3g ställer upp för aktieägarengagemang. En av de delar som private equity-fonder inte med säkerhet uppfyller är beaktandet av sociala och miljömässiga aspekter i sitt ägande. Det innebär att det i princip enbart är på fronten sociala och miljömässiga aspekter som direktivet kan påverka private equity-fonder. Med tanke på hur nära private equity-fonder redan ligger direktivets regler om policy för aktieägarengagemang, talar det inte för att private equity-fonder väljer att "förklara" varför man inte följer direktivet. I enlighet med vad som diskuterats ovan anser jag att det mest troliga är att private equity-fonderna upprättar en policy för aktieägarengagemang där de uppfyller de flesta av de regler som direktivets artikel 3g ställer upp.

Vad det gäller sociala och miljömässiga aspekter så är det svårbedömt huruvida private equity-fonderna kommer att förändra något i sitt ägande. Det är viktigt att komma ihåg att de övriga investerare som låter private equity-fonder förvalta sitt kapital framförallt är professionella investerare och inte privatpersoner. Det finns en möjlighet att de professionella investerarna fortsätter att investera även om att en private equity-fond inte faktiskt beaktar sociala och miljömässiga aspekter i sitt aktieägarengagemang. Å andra sidan finns det också en möjlighet att de professionella investerarna ställer krav på att private equity-fonderna faktiskt och konkret beaktar de sociala och miljömässiga aspekterna i sitt ägande. Det är troligt att båda de alternativa scenarierna kommer att

---

<sup>131</sup> Nyman, s. 76.

<sup>132</sup> Isaksson, Çelik, s. 111.

uppstå hos olika private equity-fonder, lite beroende på inställningen hos de som investerar i private equity-fonden.

I enlighet med vad jag presenterat ovan så är min samlade bedömning att private equity-fonder sannolikt kommer att välja att följa reglerna om policy för aktieägarengagemang i stora delar. Dock kommer enbart vissa att ändra sitt ägande och då gällande beaktandet av sociala och miljömässiga aspekter.

#### 5.4.3 Aktivisthedgefonder<sup>133</sup>

Aktivisthedgefonder har något annorlunda komponenter för aktieägarengagemang än private equity-fonder, även om de båda ligger på nivån alpha-engagemang. Aktivisthedgefonder skiljer sig framförallt från private equity-fonder genom att aktivisthedgefonder köper upp minoritetsposter i noterade bolag.<sup>134</sup> Genom minoritetsposterna försöker aktivisthedgefonderna att aktivt påverka portföljbolaget att genomföra förändringar av portföljbolaget. Efter förändringarna så vill aktivisthedgefonderna sälja av portföljbolaget för att uppnå vinst.<sup>135</sup>

Förutom skillnaderna med minoritetsposter och investeringar i noterade bolag, så har aktivisthedgefonder många liknande komponenter för aktieägarengagemang som private equity-fonder. Aktivisthedgefonder brukar också sägas ha en relativt kortsiktig horisont på sina investeringar och har en prestationsbaserad avgift.<sup>136</sup> Genom att aktivisthedgefondens verksamhet bygger på att skapa förändringar så kommer en aktivisthedgefond att uppfylla många av de regler som finns i direktivets artikel 3g. Eftersom aktivisthedgefonderna enbart innehar minoritetsposter i portföljbolagen så är aktivisthedgefonderna beroende av stöd från andra ägare i portföljbolagen.<sup>137</sup> Det som direktivets artikel 3g kallar för ”samarbetar med andra aktieägare” är alltså något som

---

<sup>133</sup> För närvarande är det tveksamt om det existerar några aktivisthedgefonder i den svenska miljön. Cevian Capital nämns ibland som ett exempel. Det är dock ett gränsfall om Cevian kan kategoriseras som aktivisthedgefond, med tanke på deras relativt långsiktiga innehav i portföljbolag. Jag väljer ändå att diskutera hur aktivisthedgefonder kan tänkas påverkas av direktivets artikel 3g, dels för att det inte finns något hinder mot att aktivisthedgefonder tar sig in på den svenska marknaden och dels för att aktivisthedgefonder som exempel bidrar till djup i uppsatsens diskussion.

<sup>134</sup> Paces 2017, s. 3f.

<sup>135</sup> Paces 2017, s. 3.

<sup>136</sup> Burkart, Dasgupta, s. 1f.

<sup>137</sup> Paces 2017, s. 6.

aktivisthedgefonderna uppfyller med råge. Aktivisthedgefonder utnyttjar sina aktieägarrättigheter och övervakar portföljbolagen på en djup nivå.

Aktivisthedgefonder skiljer sig mest från direktivets regler om policy för aktieägarengagemang när det gäller hur lång investeringshorisont de har samt vad gäller sociala och miljömässiga aspekter. I och med att aktivisthedgefonderna vill skapa en förändring som ska generera vinst så faller det sig naturligt att aktivisthedgefonderna inte har sociala och miljömässiga aspekter som huvudfokus. Aktivisthedgefonder anklagas till och från för att förstöra portföljbolag genom att aktivisthedgefonderna enbart ser efter en kortsiktig vinst för sig själva.<sup>138</sup>

Frågan är då om direktivets regler kan skapa någon förändring hos aktivisthedgefonders aktieäggande. Till att börja med så har en aktivisthedgefond starka incitament till att agera på det sätt som de redan gör. De övriga investerare som låter aktivisthedgefonderna förvalta deras pengar skulle kunna utöva påtryckningar mot aktivisthedgefonderna att beakta de sociala och miljömässiga aspekterna mer än vad de gör idag. Även andra aktieägare i portföljbolaget skulle kunna utöva påtryckningar mot aktivisthedgefonderna att beakta de sociala och miljömässiga aspekterna mer. Finns det andra institutionella investerare som aktieägare i portföljbolaget kan direktivets regler om policy för aktieägarengagemang påverka aktivisthedgefonder på två fronter. Om de andra institutionella ägarna följer direktivet kan det leda till att aktivisthedgefonder inte kan få igenom planerade förändringar, om aktivisthedgefonderna inte beaktar sociala och miljömässiga aspekter. På så sätt kan aktivisthedgefonder indirekt påverkas av direktivet, även i de fall då aktivistfonderna som utgångspunkt inte valt att följa direktivet.

Min bedömning är att aktivisthedgefonder inte aktivt kommer att förändra sitt ägande på grund av direktivet. Min bedömning gör jag med tanke på att aktivisthedgefonderna redan är engagerade ägare. Vilket innebär att aktivisthedgefonder inte kommer att behöva förändra sitt ägande för att deras investeringspolicy ska följa de flesta av de regler som direktivets artikel 3g har satt upp. I de aspekter som aktivisthedgefonderna inte följer direktivet tror jag inte att aktivisthedgefonderna kommer att förändra sitt ägande utan istället förklara i sin investeringspolicy varför de inte har valt att följa den specifika delen. Den bedömningen gör jag eftersom att

---

<sup>138</sup> Paces 2017, s. 4.

aktivisthedgefondernas huvudfokus är att öka värdet på portföljbolagen.<sup>139</sup> Det enda sätt som aktivisthedgefondernas ägande kan tänkas förändras är genom påtryckningar från andra institutionella investerare som är aktieägare i samma portföljbolag.<sup>140</sup>

#### 5.4.4 Sammanfattning

Genom de två analyserade institutionella investerarna på nivån alpha-engagemang har jag analyserat vilken effekt direktivets regler om policy för aktieägarengagemang kan antas få. Som jag har påvisat så är det sannolikt att de institutionella investerarna inte kommer att påverkas i någon större grad. Den främsta anledningen är att de institutionella investerarna på nivån redan är engagerade som aktieägare. Att de institutionella investerarna redan är så engagerade som aktieägare innebär att de kan välja att följa reglerna om aktieägarengagemang i stor utsträckning. Reglerna om policy för aktieägarengagemang kan enbart påverka de institutionella investerarna i mindre grad, framförallt vad gäller beaktande av sociala och miljömässiga aspekter i sitt ägande. Påverkan vad gäller beaktande av sociala och miljömässiga aspekter kan komma både från övriga investerare som låter de institutionella investerarna förvalta sitt kapital och från andra institutionella investerare som är ägare till samma portföljbolag.

### 5.5 **Inside-engagemang**

De institutionella investerare i Sverige som befinner sig på nivån ”inside-engagemang” är som tidigare nämnt framförallt investmentbolag. Två tungviktare är Investor och Industrivärden. Den typen av institutionella investerare som de båda tungviktarna är, investmentbolag som enbart lämnar rådgivning inom koncernen, omfattas inte av det nya direktivet. Investor och Industrivärden tillhandahåller inte några portföljförvaltnings-tjänster åt investerare, vilket krävs för att omfattas av direktivet.<sup>141</sup>

Det kan dock vara värt att poängtera att både Investor och Industrivärden överträffar direktivets regler om policy för aktieägarengagemang. Till att börja med så är Investor

---

<sup>139</sup> Paces, s. 3.

<sup>140</sup> Det är en intressant fråga huruvida det är positivt eller negativt att aktivisthedgefonder indirekt kan tänkas påverkas av direktivet. Kommissionen verkar ha utgått ifrån att hedgefondaktivism är skadligt för portföljbolagen och att det bör hindras. Det finns dock undersökningar som talar för att aktivisthedgefonder istället bidrar till effektiv bolagsstyrning i och med det faktum att aktivisthedgefonderna agerar för att aktieägarna i portföljbolagen ska enas om samma mål och förändra portföljbolaget. Paces har diskuterat ämnet utförligt i ”Paces, Alessio M., Hedge Fund Activism and the Revision of the Shareholder Rights Directive, i ECGI Working Papers Series in Law, 2017”.

<sup>141</sup> Direktiv 2017/828/EU art. 2, b, f,

och Industrivärden djupt engagerade i sina portföljbolag. Båda tungviktarna har ofta kontrollposter i sina portföljbolag och tar plats i portföljbolagens styrelse. Vad gäller policy för aktieägarengagemang så finns alla delar som direktivet tar upp med i olika former på de båda tungviktarnas respektive hemsidor.<sup>142</sup> Ett annat exempel på institutionella investerare som är på nivån inside-engagemang kan ofta vara statliga investeringsfonder.<sup>143</sup> I Sverige har vi inte någon direkt statlig investeringsfond, men norska oljefonden är ett exempel på en statlig investeringsfond.<sup>144</sup> Statliga investeringsfonders legala form varierar i sådan grad att det inte är möjligt att analysera dem som grupp. Eftersom vi i Sverige inte har någon statlig investeringsfond så kommer regler om aktieägarengagemang anpassat på statliga investeringsfonder inte vara relevant ur ett svenskt perspektiv.

## 5.6 Sammanfattning

Direktivets regler om policy för aktieägarengagemang kommer att träffa de flesta typer av institutionella investerare. En av de mest intressanta delarna med direktivet är att den bygger på principen om följ eller förklara, vilket innebär att de institutionella investerarna kommer att få ta ställning till om de vill följa reglerna.

Som analysen visar så är det teoretiskt mest sannolikt att de institutionella investerare som har en engagemangsnivå på reaktivt engagemang påverkas av direktivet, eftersom att direktivets artikel 3g i stora delar rymms inom den incitamentsstruktur som de institutionella investerarna har. Det finns även en möjlighet att institutionella investerare på nivån alpha-engagemang kommer att påverkas i viss mån. De institutionella investerarna på reaktivt och alpha-engagemang är också de institutionella investerare som agerar mycket i likhet med det som artikeln beskriver som aktieägarengagemang, vilket är intressant. Eftersom enbart de som agerar liknande direktivets regler kan tänkas påverkas så kan man argumentera för att direktivets totala effekt och genomslag inte blir så stort. En intressant aspekt är dock att de institutionella investerarna som med störst sannolikhet kan tänkas bli påverkade av direktivets artikel 3g, pensionsfonder och försäkringsbolag som är på nivån reaktivt engagemang, är de institutionella investerare

---

<sup>142</sup> <https://www.investorab.se/om-investor/> och <http://www.industrivarden.se/>.

<sup>143</sup> Isaksson, Çelik, s. 111.

<sup>144</sup> Isaksson, Çelik, s. 101.

som är störst sett till förvaltad kapital.<sup>145</sup> Det innebär att även om det enbart skulle vara institutionella investerare på nivån reaktivt engagemang som påverkas, så skulle det motsvara en stor del av marknaden. Som jag har påvisat ovan, så tyder inte mycket på att ens de institutionella investerarna på nivån reaktivt engagemang skulle påverkas i allt för stor grad.

Ur ett teoretiskt perspektiv finns det inget som tyder på att direktivets regler om aktieägarengagemang kommer att få någon effekt på institutionella investerare på nivån inget engagemang. Institutionella investerare på nivån inget engagemang ligger extremt långt ifrån direktivets mål om aktieägarengagemang. Med tanke på att artikel 3 g bygger på följ eller förklara finns det en enkel väg för de institutionella investerarna att slippa förändra allt för mycket. De institutionella investerarna på inget engagemang-nivån kan helt enkelt förklara att de inte avser att följa artikel 3 g.

Att de svenska institutionella investerarna på nivån inside-engagemang inte omfattas av direktivet har sannolikt ingen betydelse. De institutionella investerarna uppfyller redan i all väsentlighet de regler som direktivets artikel 3g tar upp.

---

<sup>145</sup> Isaksson, Çelik, s. 97.

## 6. Slutsats och avslutande reflektioner

Direktivets artikel 3g presenterar en uppmuntran till aktieägarengagemang hos institutionella investerare. Som presenterat i avsnitt 3.3 så kan aktieägarengagemang enligt direktivet förenklat beskrivas som ”aktivt övervaka bolaget, engagera sig i dialog med styrelsen och använda sig av aktieägarrättigheter, är alla delar av vad som ska beskrivas i policyn”. Jag har sedan analyserat om artikel 3g teoretiskt kan tänkas påverka de institutionella investerarnas nivå av aktieägarengagemang.

Det faktum att direktivets artikel 3g är uppställd enligt en följ eller förklara-modell leder till att de institutionella investerarna får en valmöjlighet för huruvida direktivets artikel 3g ska påverka deras nivå för aktieägarengagemang. En slutsats av den framförda analysen är att EU:s regler om policy för aktieägarengagemang teoretiskt enbart kan åstadkomma en viss direkt förändring av aktieägarengagemanget hos institutionella investerare på nivån reaktivt engagemang. Det är då framförallt AP-fonder, privata pensionsfonder och försäkringsbolag. Bedömningen utgår från det teoretiska perspektiv att direktivets artikel 3g passar in i de nu nämnda institutionella investerarnas incitamentsstruktur. Genom att direktivets artikel 3g ryms inom incitamentsstrukturen men ändå talar för en ökad nivå av aktieägarengagemang, så har jag bedömt att direktivet kan åstadkomma en viss förändring av engagemanget hos de institutionella investerarna.

Det är dock långt ifrån alla typer av institutionella investerare som kan tänkas påverkas av direktivets regler om policy för aktieägarengagemang. Det finns två olika anledningar till att de andra institutionella investerarna inte teoretiskt kan tänkas påverkas av direktivet. Den första anledningen är att direktivets artikel 3g inte alls ryms inom den incitamentsstruktur som de institutionella investerarna har. Det gäller exempelvis för HFT-hedgefonder. De incitament som HFT-hedgefonder har för att inte engagera sig i sina portföljbolag, att handla stora mängder aktier med hög frekvens, väger tyngre än de ändamål som direktivets artikel 3g har. Den andra anledningen är att direktivets artikel 3g i huvudsak inte tillför något nytt för de institutionella investerarna. Exempelvis private equity-fonder är redan engagerade aktieägare, ofta mer än vad direktivets artikel 3g förespråkar, och direktivets artikel 3g bidrar därför inte till någon förändring hos de institutionella investerarna.

Även om det inte är så många institutionella investerare som kan tänkas påverkas direkt av direktivet så finns det en möjlighet att andra institutionella investerare påverkas

indirekt. Aktivisthedgefonder är en typ av institutionell investerare som kan tänkas påverkas indirekt, genom att pensionsfonder och försäkringsbolag påverkas direkt av direktivet. Enligt min teoretiska analys kommer troligen inte de resterande institutionella investerarna påverkas av EU:s regler på området aktieägarengagemang.

Det trots att aktieägarengagemang är något som kommissionen uttryckligen har benämnt som ett stort problem.<sup>146</sup> En relevant fråga är därför om direktivets regler om aktieägarpolicy verkligen är tillräckliga. Det finns de som har kritiserat direktivet för att inte ta i tillräckligt hårt.<sup>147</sup> Johnston kritiserade exempelvis reglerna om policy för aktieägarengagemang för att reglerna enbart kräver att de institutionella investerarna ska visa hur deras policy ser ut, eller förklara att de inte har någon policy. Kritiken ligger i att det inte uppställs något direkt krav på de institutionella investerarna att vara engagerade aktieägare. Istället antyder Johnston att direktivet borde ha gett de institutionella investerarna större incitament till att vara mer engagerade aktieägare och att inneha aktierna i portföljbolagen under en längre tidshorisont.<sup>148</sup>

Det finns även kritiker som anser att direktivets regler går för långt, sett ur olika perspektiv. Som diskuterat i avsnitt 5.4.3 så kan reglerna få en indirekt effekt på aktivisthedgefonder. Paces har framfört kritik angående den aspekten.<sup>149</sup> Han argumenterar för att det är värdeförstörande att hindra aktivisthedgefonder på det sätt som direktivet gör. Paces kritiserar även direktivet för att ta sikte på institutionella investerare som ”helhet” samt att direktivet inte tar hänsyn till portföljbolagets utformning. En lösning enligt Paces hade varit att anpassa reglernas tillämplighet efter portföljbolagets behov.<sup>150</sup> På så sätt anser han att reglerna hade fått en mer ändamålsenlig effekt.

Det finns även andra kritiker som har ansett att reglerna har en för bred omfattning.<sup>151</sup> Chiu tar upp det faktum att den brittiska ”Stewardship Code” har legat som grund för direktivets regler om policy för aktieägarengagemang. Genom att EU tvingar

---

<sup>146</sup> COM (2010) 284 final, s. 8.

<sup>147</sup> Johnston, Andrew, Morrow, Paige, Bold, Frank, Commentary on the Shareholder Rights Directive, i Nordic & European Company Law LSN Research Paper Series, 2014.

<sup>148</sup> Johnston, Morrow, Bold, s. 6.

<sup>149</sup> Paces, Alessio M., Hedge Fund Activism and the Revision of the Shareholder Rights Directive, i ECGI Working Papers Series in Law, 2017.

<sup>150</sup> Paces 2017, s. 22.

<sup>151</sup> Iris H.-Y. Chiu, European Shareholder Rights Directive proposals: a critical analysis in mapping with the UK Stewardship Code?



fram lagstiftning som ska vara enligt en ”följ eller förklara”-modell så anser hon att syftet går förfelat. Stewardship Code är framlagt på frivillig basis. När EU istället vill lagstifta om liknande reglering så rör det sig inte längre om en frivillig basis, dessutom så blir EU:s regler ett ställningstagande för vad de anser vara korrekt nivå av aktieägarengagemang.<sup>152</sup> För att få den här typen av reglering mer ändamålsenlig så anser Chiu att det hade passat bättre som en typ av finansreglering och inte som en bolagsstyrningsregel.

Som visat så föreligger det skilda meningar angående det föreslagna direktivet och dess effekt. En gemensam nämnare för kritiker på båda sidor är att det framlagde direktivet inte är optimalt. Vissa anser att direktivet inte är tillräckligt omfattande medan vissa anser att direktivet är för omfattande. Har EU valt en mellanväg som istället inte får någon direkt önskad effekt? Det leder till en intressant fråga; bör EU verkligen lagstifta angående aktieägarengagemang? Coffee har diskuterat frågorna ur ett amerikanskt perspektiv i en artikel från 1991.<sup>153</sup> En närmare genomgång av hans arbete får inte plats i uppsatsen men en kortare kommentar kan tjäna ett syfte. Coffee kommer fram till att alla institutionella investerare inte är anpassade för att vara engagerade ägare.<sup>154</sup> Han argumenterar för att de institutionella investerare som ska vara engagerade aktieägare måste välja engagemanget självmant för att de institutionella investerarna ska vara effektiva och engagerade aktieägare.

Ett sätt skapa incitament för institutionella investerare att vara engagerade kan enligt Coffee vara att minska likviditeten på innehaven i portföljbolagen.<sup>155</sup> Att minska likviditeten skulle då innebära att det togs fram regler som försvårar en försäljning av aktierna för de institutionella investerarna. Coffee påstår att det skulle innebära de institutionella investerarna rationellt skulle välja att engagera sig i portföljbolagen.<sup>156</sup> EU direktivet som jag har diskuterat i uppsatsen gör tvärtemot från vad Coffee argumenterar för. Direktivet försöker att tvinga fram engagemang direkt och tar inte sikte på likviditet.

---

<sup>152</sup> Chiu, s. 35 och 39.

<sup>153</sup> Coffee, Liquidity versus Control, The Institutional Investor as Corporate Monitor.

<sup>154</sup> Coffee, s. 1367.

<sup>155</sup> Coffee, s. 1289.

<sup>156</sup> Coffee, s. 1338f.

Under uppsatsens gång har mitt intresse väckts kring frågan om den väg EU valt är rätt väg att gå.

Coffee tar fram ett annat förslag på hur det skulle gå att få institutionella investerare att bli engagerade aktieägare, att använda incitament i form av ökad ersättning för institutionella investerare som väljer att vara engagerade aktieägare.<sup>157</sup> Eftersom den ökade ersättningen skulle tvingas fram på samma sätt som EU försöker tvinga fram aktieägarengagemang så anser jag inte att just det förslaget har så stor chans att lyckas. Däremot så är hans principiella utgångspunkt intressant. Att använda morot snarare än piska för att få de institutionella investerarna att bli engagerade aktieägare. För att få de institutionella investerarna att bli ”bra” engagerade aktieägare så anser bland annat Coffee att de institutionella investerarna själva bör välja att vara engagerade aktieägare.<sup>158</sup> En intressant idé hade då varit om lagstiftaren hade kunnat motivera institutionella investerare att bli engagerade aktieägare via någon reglering som istället kunde vara en morot.

Ett exempel skulle kunna vara att lägga fram någon typ av skattelättnad för institutionella investerare som är engagerade aktieägare. Om den skattelättnaden skulle vara större än vad kostnaderna är att vara en engagerad aktieägare så skulle det vara ekonomiskt rationellt för fler institutionella investerare att vara engagerade aktieägare. Det skulle med största sannolikhet inte innebära att HFT-hedgefonder skulle bli engagerade aktieägare, eftersom deras investeringsstrategi är som den är.<sup>159</sup> Däremot skulle det mycket väl kunna innebära att indexfonder och många andra institutionella investerare valde att engagera sig som aktieägare. Läger lagstiftaren in en morot av det slaget så skulle aktieägarengagemang med större sannolikhet rymmas inom de institutionella investerarnas incitamentsstrukturer.

---

<sup>157</sup> Coffee, s. 1338f.

<sup>158</sup> Coffee, s. 1288f.

<sup>159</sup> Se avsnitt 5.2.2.

## **Källförteckning**

### **Offentligt tryck**

Aktiebolagslag (2005:551).

FFFS 2013:9 Finansinspektionens föreskrifter om värdepappersfonder.

Finansdepartementet, Promemoria: En effektivare flytt av försäkringssparandet, augusti 2017.

Förordning (2000:209) om ledamöter i styrelserna för Första-Fjärde AP-fonderna.

Konkurrensverket, Den svenska fondmarknaden – en fördjupning, Rapport 2015:8.

Lag (2004:46) om värdepappersfonder.

Lag (200:192) om allmänna pensionsfonder.

Prop. 2002/03:150 En ny lag om investeringsfonder.

Prop. 2006/07:26 Flytt av försäkringssparande.

Prop. 2017/18:5 Bättre förutsättningar för fondsparande och hållbara val.

SOU 2004:130 Svensk kod för bolagsstyrning. Betänkande av Kodgruppen.

SOU 2006:50 En ny lag om värdepappersmarknaden. Huvudbetänkande av Värdepappersmarknadsutredningen.

SOU 2016:45 En hållbar, transparent och konkurrenskraftig fondmarknad. Slutbetänkande av 2014 års fondutredning.

### **EU-dokument**

COM(2009) 114 final, Communication for the spring European council: Driving European recovery.

COM(2010) 284 final, Green Paper: Corporate governance in financial institutions and remuneration policies.

COM(2011) 164 final, Green Paper: The EU corporate governance framework.

COM(2012) 740 final, Action Plan: European company law and corporate governance - a modern legal framework for more engaged shareholders and sustainable companies.

Europaparlamentets och rådets direktiv (EU) 2017/828 av den 17 maj 2017 om ändring av direktiv 2007/36/EG vad gäller uppmuntrande av aktieägare långsiktiga engagemang.

SEC(2010) 669, Commission Staff Working Document: Corporate Governance in Financial Institutions: Lessons to be drawn from the current financial crisis, best practices.

### **Litteratur**

Balnaves, Mark. Caputi, Peter, Introduction to Quantitative Research Methods, Sage Publications Ltd., London, 2001.

Baxter, Richard, International Law in "Her Infinite Variety". International and Comparative Law Quarterly, 29.4, 1980, s. 549-566.

Berle, Adolf, Means, Gardiner, The Modern Corporation and Private Property, Macmillan, New York, 1932.

Bhide, Amar, Efficient Markets, Deficient Governance, i Harvard Business Review 72, 1994, s. 128-140.

Bukart, Mike, Dasgupta, Amil, Activist Funds, Leverage, and Procyclicality, i ECGI Working Paper Series in Finance, 2015.

Cheffins, Brian, The History of Corporate Governance, i ECGI Working Papers Series in Law, 2012.

Coffee, John, Liquidity versus Control: The Institutional Investor as Corporate Monitor, i Columbia Law Review, Volume 91, 1991, s. 1277-1368.

Cooter, Robert, Ulen, Thomas, Law and Economics, 6u, Berkeley Law Books, 2016.

Eklund, Karin, Stattin, Daniel, Aktiebolagsrätt och aktiemarknadsrätt, 2u, Iustus Förlag, Uppsala, 2016.

Fama, Eugene, Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work, i The Journal of Finance, Vol. 25, No. 2, 1969, s. 383-417.

Finansinspektionen, Statistiska centralbyrån, Aktieäggande i bolag noterade på svensk marknadsplats, juni 2017.

Fondbolagensförening, TNS Sifo Prospera, Fondspararundersökningen 2014.

Gilson, Ronald, From Corporate Law to Corporate Governance, i ECGI Working Paper Series in Law, 2016.

Gomber, Peter, Arndt, Björn, Lutat, Marco, Uhle, Tim, High-Frequency Trading, 2011.

Holmstrom, Bengt, Tirole, Jean, Market Liquidity and Performance Monitoring, i The Journal of Political Economy, Vol. 101, No. 4., 1993, s. 678-709.

Hult, Daniel, Lagstiftnings ändamålsenlighet: En regleringsteoretisk utvärdering av fjärrvärmelagens potential att skapa förtroende, Jure Förlag, Stockholm, 2015.

Iris, H.-Y., Chiu, European Shareholder Rights Directive proposals: a critical analysis in mapping with the UK Stewardship Code, ERA Forum, London, 2016.

Isaksson, Mats, Çelik, Serdar, Institutional investors and ownership engagement, OECD Journal: Financial Market Trends, Volume 2013/2, 2014, s. 93-114.

Jensen, Michael C., Meckling, William H., Theory of the Firm: Managerial Behaviour, Agency Costs and Ownership Structure, Journal of Financial Economics, 3, s. 305-360.

Johnston, Andrew, Morrow, Paige, Bold, Frank, Commentary on the Shareholder Rights Directive, i Nordic & European Company Law LSN Research Paper Series, 2014.

Kollegiet för svensk bolagsstyrning, Årsrapport 2017.

Kraakman, Reiner [et. al.], The Anatomy of Corporate Law: A Comparative and Functional Approach, Oxford University Press, Oxford, 2017.

Lekvall (ed.), Per, The Nordic Corporate Governance Model, SNS Förlag, Stockholm, 2014.

Li, Tao, Outsourcing Corporate Governance: Conflicts of Interest and Competition in the Proxy Advisory Industry, i ECGI Working Paper Series in Finance, 2013.

Lowenstein, Louis, Why Management Should (and Should Not) Have Respect for Their Shareholders, i The Journal of Corporation Law, Volume 17, 1991, s. 1-28.

Nyman, Michael, Lundgren, Jonatan, Rösiö, Carl Christian, Riskkapital, 2u, Norstedts Juridik, Stockholm, 2012.

Paccès, Alessio M., Featuring Control Power – Corporate Law and Economics Revisited, RILE, Rotterdam, 2007.

Paccès, Alessio M., Hedge Fund Activism and the Revision of the Shareholder Rights Directive, i ECGI Working Papers Series in Law, 2017.

Pawson, Ray, The Science of Evaluation: A Realist Manifesto, Sage Publications Ltd., London, 2013.

Riksbanken, Riskkapitalbolagen i Sverige, i Finansiell Stabilitet 2005:1, s. 55-70.

Sandgren, Claes, Rättsvetenskap för uppsatsförfattare: Ämne, material, metod och argumentation, 3u, Norstedts Juridik, Stockholm, 2015.

Sandström, Torsten, Svensk aktiebolagsrätt, 6u, Wolters Kluwer, Lund, 2017.

Shleifer, Andrei, Vishny, Robert, A Survey of Corporate Governance, i The Journal of Finance, Vol. LH, No. 2, 1997

Silverman, David, Marvasti, Amir, Doing Qualitative Research: A Comprehensive Guide, Sage Publications Ltd., London, 2008.

Skog, Rolf, Om betydelsen av vinstsyftet i aktiebolagslagen, SvJT 2015 s. 11-19.

### **Regelverk**

Regelverk för emittenter, Nasdaq Stockholm, 3 juli 2016.

Riktlinjer för fondbolagens ägarutövande, antagna 13 februari 2002, senast reviderade 21 november 2014.

Svensk kod för bolagsstyrning, gällande från 1 december 2016.

Svensk kod för fondbolag, antagen 6 december 2004, senast reviderad 26 mars 2015.

Takeover-regler för Nasdaq Stockholm och Nordic Growth Market NGM, Kollegiet för svensk bolagsstyrning, 2015.

The UK Stewardship Code, september 2012.

### **Internetlänkar**

DI: Hälften av pensionerna ligger i etiska fonder  
<https://www.di.se/di/artiklar/2015/11/10/halften-av-pensionerna-ligger-i-etiska-fonder/>  
(hämtat 26 okt 2017).

Första AP-fondens ägarpolicy <http://www.ap1.se/sv/Agarstyrning/fondens-agarpolicy/>  
(hämtat 26 okt 2017).

Industrivärden: information om engagemang finns under ”bolagsstyrning”  
<http://www.industrivarden.se/> (hämtat 26 okt 2017).

Industrivärdens innehav <http://www.industrivarden.se/sv-SE/Innehaven/Innehavet/>  
(hämtat 26 okt 2017).

Investor: information om engagemang <https://www.investorab.se/om-investor/> (hämtat 26 okt 2017).

Investors investeringar <https://www.investorab.se/vara-investeringar/noterade-kaerninvesteringar/> (hämtat 26 okt 2017).

LO: politiska sakfrågor [http://www.lo.se/start/politiska\\_sakfragor](http://www.lo.se/start/politiska_sakfragor) (hämtat 14 okt 2017).

OECD: information om deras arbete <http://www.oecd.org/about/whatwedoandhow/>  
(hämtat 24 nov 2017)

Svenskt näringsliv: information [https://www.svensktnaringsliv.se/om\\_oss/](https://www.svensktnaringsliv.se/om_oss/) (hämtat 14 okt 2017).

Swedbank Robur Fonder AB:s Ägarpolicy

[https://www.swedbankrobur.se/idc/groups/public/@i/@sc/@all/@robur/documents/article/cid\\_245711.pdf](https://www.swedbankrobur.se/idc/groups/public/@i/@sc/@all/@robur/documents/article/cid_245711.pdf) (hämtat 26 okt 2017).

Jag, Joel Forsberg, registrerades på kursen första gången HT17. Jag har inte blivit omregistrerad och inte deltagit i något tidigare examinationstillfälle.